



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

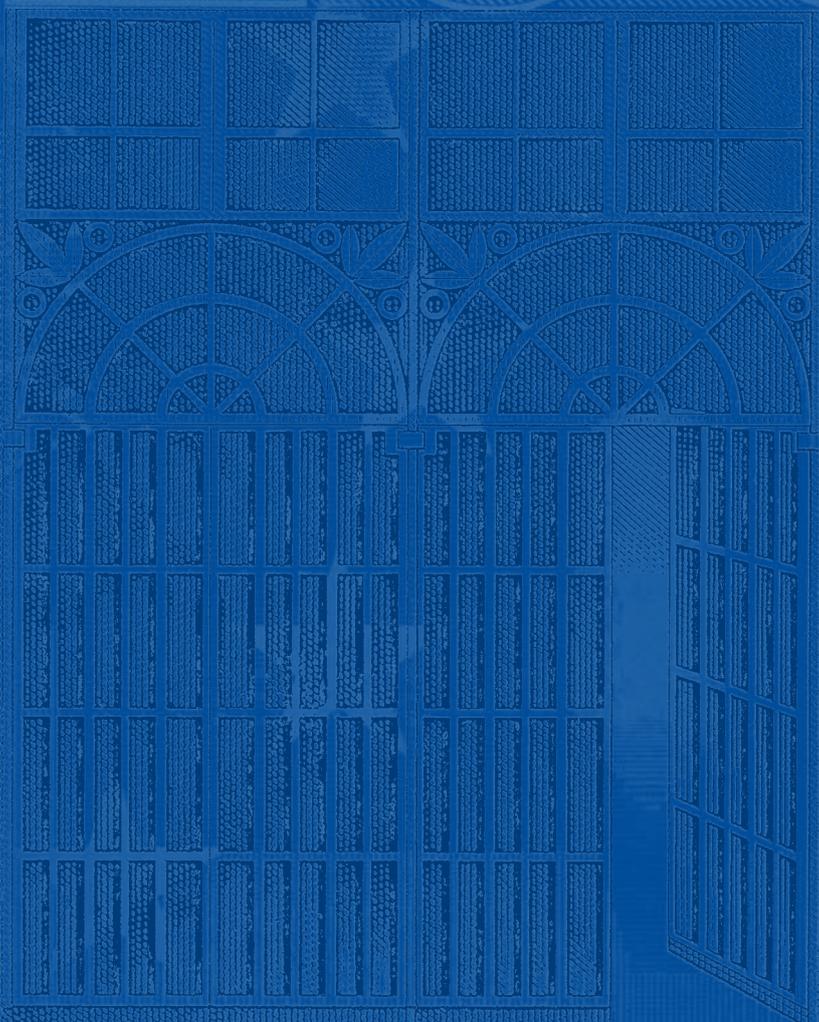
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 2009

Nel 2009 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 200 euro

© Banca Centrale Europea, 2009

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Indirizzo postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto
sotto la responsabilità del Comitato
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione
a cura della Banca d'Italia.
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute
in questo numero sono aggiornate
al 7 ottobre 2009.*

ISSN 1561-0276 (stampa)
ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di ottobre 2009
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	14	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008	V
Prezzi e costi	39	Glossario	XIII
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	47		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	58		
Riquadri:			
1 I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro	18		
2 I risultati della prima edizione dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro	34		
3 Recente evoluzione dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici	41		
4 Gli effetti dei programmi di rottamazione dei veicoli	48		
5 Legami fra prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro	54		
ARTICOLI			
La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro	65		
Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone	85		
Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di <i>policy</i>	99		

SIGLARIO

PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	Repubblica Ceca	NL	Paesi Bassi
DK	Danimarca	AT	Austria
DE	Germania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portogallo
IE	Irlanda	RO	Romania
GR	Grecia	SI	Slovenia
ES	Spagna	SK	Slovacchia
FR	Francia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Svezia
CY	Cipro	UK	Regno Unito
LV	Lettonia	JP	Giappone
LT	Lituania	US	Stati Uniti
LU	Lussemburgo		

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
HWWI	Istituto per l'economia internazionale di Amburgo
IAPC	Indice armonizzato dei prezzi al consumo
IFM	Istituzioni finanziarie monetarie
ILO	Organizzazione internazionale del lavoro
IME	Istituto monetario europeo
IPC	Indice dei prezzi al consumo
IPP	Indice dei prezzi alla produzione
MBP5	Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione)
NACE rev. 1	Classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea (1ª revisione)
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

EDITORIALE

Nella riunione tenuta l'8 ottobre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. I tassi correnti continuano a essere adeguati. Le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione degli inizi di settembre confermano la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è rimasto lievemente negativo a settembre, ma dovrebbe riportarsi su valori positivi nei prossimi mesi, per poi mantenersi su livelli moderati nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, le informazioni più recenti confortano ulteriormente la valutazione del Consiglio direttivo che l'economia dell'area dell'euro si stia stabilizzando e che dovrebbe segnare una graduale ripresa. Permangono tuttavia notevoli incertezze. Quanto alle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, esse rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I risultati dell'analisi monetaria confermano la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, a fronte della continua moderazione dell'espansione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda l'analisi economica, gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali continuano a segnalare una perdurante stabilizzazione dell'attività economica. In particolare, l'area dell'euro dovrebbe beneficiare della ripresa delle esportazioni, dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Inoltre, dopo i forti contributi negativi della prima metà del 2009, il ciclo delle scorte dovrebbe incidere positivamente sulla crescita del PIL in termini reali nella seconda metà dell'anno. Permangono tuttavia notevoli incertezze e la volatilità dei dati emergenti rende necessaria una cauta inter-

pretazione delle informazioni disponibili. Nel complesso, ci si attende che la ripresa resti piuttosto discontinua. Nel breve periodo sarà favorita da alcuni fattori di carattere temporaneo, ma a medio termine risentirà probabilmente del processo di correzione dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario dell'economia, sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro.

Il Consiglio direttivo ritiene che tali prospettive restino soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, gli effetti derivanti dalle vaste misure di stimolo macroeconomico messe in atto e dagli altri interventi di politica economica potrebbero essere più pronunciati di quanto anticipato. Inoltre, il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente, il peggioramento delle condizioni nel mercato del lavoro potrebbe essere meno marcato rispetto alle attese precedenti e la domanda esterna potrebbe risultare più vigorosa del previsto. Quanto ai rischi al ribasso, persistono timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche e la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto riguarda i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per settembre un tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC del -0,3 per cento, rispetto al -0,2 di agosto. Gli attuali valori negativi dell'inflazione, in linea con le precedenti aspettative, sono ampiamente riconducibili agli effetti base derivanti dalle dinamiche osservate un anno fa per i prezzi internazionali delle materie prime. Anche a causa di tali effetti, il tasso di inflazione si dovrebbe riportare su valori positivi nei prossimi mesi. In seguito, sull'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria ci si attende che l'inflazione si mantenga in territorio positivo e che l'evoluzione complessiva dei prezzi e dei costi rimanga moderata di riflesso al perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e fuori dai suoi confini. In questo contesto è importante ribadire che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano saldamente ancorate in linea

con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente equilibrati; sono connessi, in particolare, allo scenario dell'attività economica e all'evoluzione dei prezzi delle materie prime. Gli incrementi dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero inoltre superare le aspettative correnti, data la necessità di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Per quanto concerne l'analisi monetaria, i dati più recenti confermano che gli andamenti dell'aggregato monetario ampio e del credito rimangono contenuti. In agosto hanno mostrato un'ulteriore riduzione sia la crescita sui 12 mesi di M3, al 2,5 per cento, sia quella dei prestiti al settore privato, allo 0,1 per cento, raggiungendo livelli storicamente bassi. Questa decelerazione parallela della moneta e del credito conferma la precedente valutazione del Consiglio direttivo di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

Il perdurante calo della crescita sui 12 mesi di M3 ha continuato a essere accompagnato da un rafforzamento dell'espansione di M1, ulteriormente aumentata ad agosto al 13,6 per cento. La vigorosa dinamica di M1 riflette il fatto che la riduzione dei differenziali di interesse fra diversi depositi a breve termine ha stimolato riallocazioni di fondi, in particolare, dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi a vista. Nel contempo, l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti potrebbe avere favorito riallocazioni da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine non compresi nell'aggregato.

Il flusso complessivo dei prestiti bancari al comparto privato non finanziario è rimasto moderato ad agosto. Per quanto riguarda le famiglie, gli ultimi dati indicano che la flessione della crescita dei prestiti si sta stabilizzando su livelli di espansione contenuti. Quanto alle società non finanziarie, dopo essere risultato negativo

per alcuni mesi, il flusso dei prestiti è tornato lievemente positivo ad agosto. Guardando oltre la volatilità dei dati mensili, l'espansione dei prestiti permane molto contenuta, in linea con lo sfasamento temporale di norma osservabile tra le tendenze dell'attività economica e l'andamento dei prestiti alle imprese. A questo riguardo, dati i modesti livelli della produzione e degli scambi, nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese, si ritiene probabile il perdurare di una debole dinamica dei prestiti alle società non finanziarie nei mesi a venire. Nel contempo, il continuo miglioramento delle condizioni di finanziamento dovrebbe sostenere la domanda di credito nel prossimo futuro. Per affrontare le grandi sfide che si presentano, le banche dovrebbero adottare misure adeguate per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove necessario, dovrebbero sfruttare appieno gli interventi pubblici a sostegno del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, i tassi correnti continuano a essere adeguati. Le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione degli inizi di settembre confermano la precedente valutazione del Consiglio direttivo. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è rimasto lievemente negativo a settembre, ma dovrebbe riportarsi su valori positivi nei prossimi mesi, per poi mantenersi su livelli moderati nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, le informazioni più recenti confortano ulteriormente la valutazione del Consiglio direttivo che l'economia dell'area dell'euro si stia stabilizzando e che dovrebbe segnare una graduale ripresa. Permangono tuttavia notevoli incertezze. Quanto alle aspettative di inflazione a medio-lungo termine, esse rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio ter-

mine, a fronte della continua moderazione dell'espansione della moneta e del credito. In questo contesto, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Tenuto conto dello sfasamento temporale con cui le decisioni di politica monetaria manifestano i propri effetti, progressivamente si dovrebbe realizzare la piena trasmissione degli interventi del Consiglio direttivo all'economia. Pertanto, grazie all'insieme delle misure adottate, fra cui l'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 12 mesi condotta il 30 settembre, la politica monetaria continua a fornire un forte sostegno all'economia. Quando si osserverà un miglioramento del contesto macroeconomico, il Consiglio direttivo assicurerà il tempestivo rientro delle misure adottate e il riassorbimento della liquidità concessa, contrastando quindi con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In questo modo il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, che risulta indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuire alla stabilità finanziaria. A tal fine, continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, diviene sempre più pressante la necessità di strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti pubblici che siano ambiziose e realistiche. È essenziale che i governi pongano in essere interventi strutturali concreti e segnalino in modo convincente il proprio impegno ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. I governi dovrebbero elaborare i propri piani di risanamento in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita, affinché il processo di riequilibrio abbia inizio quanto prima, al più tardi con il consolidarsi della ripresa. Tali piani dovrebbero inoltre essere accompagnati da un rafforzamento dei quadri di riferimento nazionali per i conti pubblici. Gli interventi di riequilibrio andrebbero intensificati nel

2011 e dovranno superare in misura significativa il valore di riferimento dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito nel Patto di stabilità e crescita. Nei paesi che presentano un rapporto elevato del disavanzo e/o dell'indebitamento l'aggiustamento strutturale annuo dovrebbe raggiungere almeno l'1 per cento del PIL. Tenuto conto della rapida crescita dell'incidenza della spesa pubblica, nonché delle previste ulteriori pressioni sulla spesa derivanti dai maggiori oneri per interessi e dai costi connessi all'invecchiamento demografico, le misure strutturali definite dai paesi dovrebbero concentrarsi sul lato della spesa.

Quanto alle politiche strutturali, in tutti i paesi assume importanza cruciale un maggiore impegno a favorire la crescita sostenibile e l'occupazione, poiché la crisi finanziaria potrebbe avere inciso verosimilmente sulla capacità produttiva delle economie dell'area dell'euro. Occorre realizzare, in particolare, un adeguato processo di formazione dei salari, una sufficiente flessibilità del mercato del lavoro ed efficaci incentivi all'occupazione. Nel contempo vi è urgente necessità di politiche che promuovano la concorrenza e l'innovazione per accelerare la ristrutturazione e gli investimenti e creare le opportunità imprenditoriali e gli incrementi di produttività richiesti per assicurare una ripresa sostenuta. Rivestono un ruolo importante una ristrutturazione e un rafforzamento adeguati del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'appropriata gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali saldi e trasparenti sono la chiave di volta per rafforzare la solidità finanziaria delle banche e la loro tenuta agli shock, gettando le basi per una crescita economica sostenibile in un contesto di stabilità finanziaria.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo prende in esame la politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro; il secondo presenta i recenti andamenti dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone; infine, il terzo delinea gli sviluppi in ambito finanziario nelle economie emergenti e le relative implicazioni per la politica economica.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Gli indicatori più recenti forniscono segnali sempre maggiori di un arresto della significativa contrazione dell'attività economica, in particolare nei principali mercati emergenti e in una serie di economie avanzate. Allo stesso tempo l'inflazione a livello internazionale resta su livelli bassi, per gli effetti base derivanti dai prezzi delle materie prime e il notevole margine di capacità inutilizzata. Benché l'incertezza resti elevata, i rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Gli indicatori più recenti forniscono segnali sempre maggiori di un arresto della significativa contrazione dell'attività economica, in particolare nei principali mercati emergenti e in una serie di economie avanzate. A settembre l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) ha raggiunto il suo massimo dal dicembre del 2007, a segnalare un'espansione dell'economia. Benché in moderazione rispetto al mese precedente, la crescita nel settore manifatturiero è rimasta superiore a quella nel settore dei servizi.

L'inflazione a livello internazionale resta su livelli bassi, per gli effetti base derivanti dai prezzi delle materie prime e il notevole margine di capacità inutilizzata. In agosto l'inflazione generale al consumo sui 12 mesi nell'insieme dell'OCSE si è portata a -0,3 per cento (da -0,6 per cento in luglio), mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è stata pari all'1,5 per cento (cfr. figura 1). Il *global PMI input prices* evidenzia un aumento dei prezzi degli input nel settore manifatturiero in settembre, a fronte di un calo dei costi nel settore dei servizi.

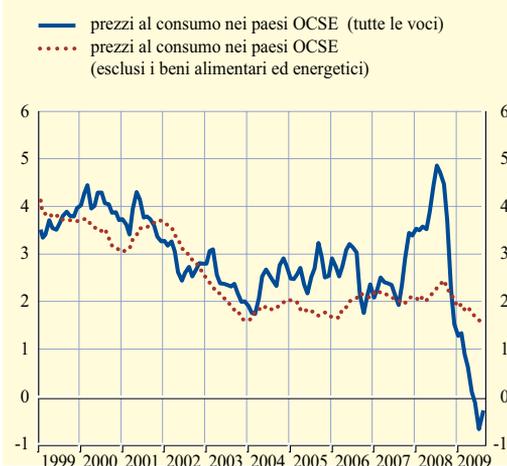
STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica sembra essersi stabilizzata. Le stime riviste del Bureau of Economic Analysis indicano che il PIL in termini reali si è contratto dello 0,7 per cento in ragione d'anno nel secondo trimestre, meno di quanto previsto in precedenza. Questa contrazione, che fa seguito a un calo molto più pronunciato (6,4 per cento) nel primo trimestre, va ricondotta principalmente al contributo negativo degli investimenti in scorte, degli investimenti fissi privati e dei consumi delle famiglie. La spesa pubblica e la flessione delle importazioni hanno fornito un contributo positivo alla crescita nel secondo trimestre. Guardando al futuro, le prospettive per la crescita del PIL sono migliorate nel periodo recente. Benché le condizioni di finanziamento restino tese e il mercato del lavoro debole, le statistiche recenti segnalano un miglioramento nel mercato delle abitazioni e nel settore manifatturiero. Inoltre, le misure di stimolo introdotte dai governi continuano a fornire un sostegno considerevole all'economia.

Con riferimento ai prezzi, in agosto l'indice statunitense dei prezzi al consumo (IPC) è sceso dell'1,5 per cento sui 12 mesi (-2,1 per cento in luglio). Questo andamento negativo dell'inflazione generale re-

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

sta per lo più riconducibile alla flessione dei prezzi dei beni energetici rispetto all'anno precedente. Il tasso sui 12 mesi calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è sceso all'1,4 per cento in agosto, dall'1,5 di luglio. In prospettiva, gli effetti base connessi ai prezzi dei beni energetici si invertiranno di segno progressivamente nei mesi a venire ed è probabile che l'inflazione generale torni in territorio positivo. Tuttavia, il minor grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe contenere le spinte al rialzo sui prezzi.

Il 23 settembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento e nella dichiarazione successiva alla riunione ha citato un miglioramento delle prospettive per l'economia, rilevando l'esistenza di nuovi dati indicativi di una ripresa dell'attività economica dopo il grave rallentamento precedente.

GIAPPONE

In Giappone l'attività ha iniziato a riprendersi nel secondo trimestre, mentre l'inflazione sui 12 mesi è rimasta negativa. In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è salito dello 0,6 per cento sul periodo precedente. La crescita, inferiore rispetto alle stime precedenti, fa seguito a un calo del 3,3 per cento nel primo trimestre e va ricondotta principalmente alle maggiori esportazioni nette. L'indagine Tankan della Banca del Giappone segnala che il clima di fiducia delle imprese manifatturiere è migliorato sensibilmente nel terzo trimestre, anche se l'indice si mantiene su livelli bassi. Inoltre, le prospettive per la spesa e la redditività restano deboli.

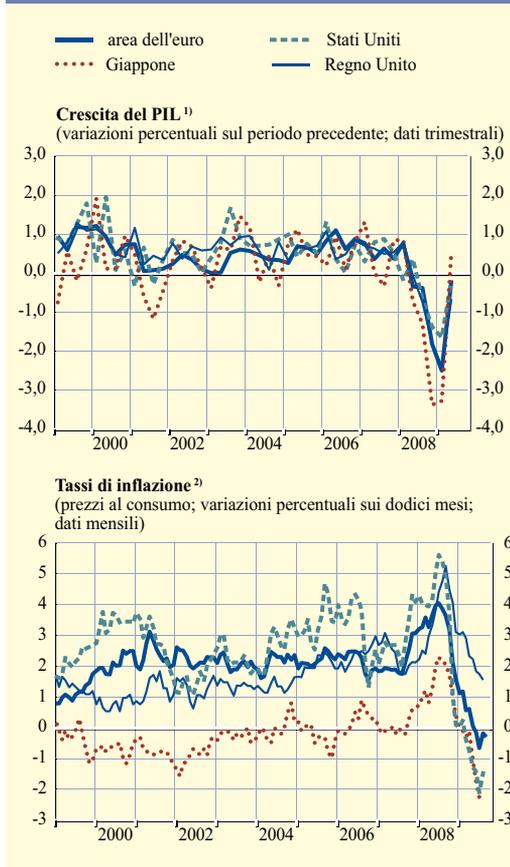
In agosto l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è rimasta negativa (-2,2 per cento, invariata rispetto a luglio). Ciò rispecchia principalmente gli effetti base derivanti dai rincari dei beni energetici registrati lo scorso anno. Anche il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto inalterato, a -0,9 per cento.

Nella riunione del 17 settembre la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito il ritmo di contrazione del PIL in termini reali sul periodo precedente si è moderato nel secondo trimestre (allo 0,6 per cento, dal 2,5 del primo trimestre). I consumi privati e gli investimenti fissi lordi hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita del PIL,

Figura 2 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.
 2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

benché in misura inferiore rispetto al primo trimestre. La spesa pubblica, le esportazioni nette e in particolare l'accumulo delle scorte hanno invece apportato un contributo positivo. Gli indicatori congiunturali segnalano un ulteriore miglioramento dell'attività economica nel terzo trimestre. Le condizioni del mercato immobiliare sono migliorate negli ultimi mesi. In particolare, il numero di mutui approvati è cresciuto e le quotazioni degli alloggi sono aumentate lievemente sul mese precedente. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,6 per cento in agosto e la Bank of England si attende che resti inferiore all'obiettivo del 2 per cento nel breve periodo. Il 10 settembre il Monetary Policy Committee ha deciso di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali. Inoltre, la Bank of England ha continuato ad attuare il programma di acquisizione di attività per un totale di 175 miliardi di sterline.

ALTRI PAESI EUROPEI

La situazione economica è migliorata anche in gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro: in gran parte di questi il ritmo di contrazione del PIL reale si è moderato e in alcuni è stata registrata una crescita positiva. In Svezia il PIL in termini reali è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, un sensibile miglioramento rispetto al calo dello 0,9 per cento osservato nel primo. Tuttavia, in Danimarca è sceso del 2,6 per cento, dopo essere diminuito dell'1,3 per cento nel primo trimestre. La maggiore contrazione del PIL danese nel secondo trimestre va ricondotta in parte agli effetti base derivanti da un significativo contributo straordinario agli investimenti fissi lordi connesso alle installazioni di piattaforme petrolifere nel primo trimestre. Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita in entrambe le economie e in agosto era pari all'1,9 per cento in Svezia e allo 0,7 per cento in Danimarca. Il 25 settembre la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 10 punti base, all'1,25 per cento.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, gli indicatori recenti segnalano un qualche miglioramento dell'attività economica. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali ha registrato un tasso di contrazione inferiore al primo trimestre dell'anno in Ungheria e Romania, collocandosi rispettivamente a -2,0 e -1,1 per cento sul periodo precedente. Nella Repubblica Ceca e in Polonia è invece cresciuto rispettivamente dello 0,1 e 0,5 per cento. I recenti segnali di stabilizzazione dell'economia rispecchiano in parte fattori temporanei quali l'aumento della domanda estera connesso all'impatto dei programmi di rottamazione delle autovetture in alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro. In agosto i prezzi al consumo nella Repubblica Ceca erano invariati rispetto a un anno prima. In Ungheria, Polonia e Romania, invece, l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC restava su livelli compresi tra il 4 e il 5 per cento. Il 28 settembre la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale di 50 punti base, al 7,5 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica ha continuato a riprendersi, sebbene a ritmi che in alcune economie sono parsi lievemente meno sostenuti nel periodo recente. Gli stimoli fiscali, l'orientamento monetario accomodante e la crescita dei prezzi dell'attività hanno sorretto la domanda interna, ma la ripresa del commercio estero è stata notevolmente più lenta. Sia le importazioni sia le esportazioni sono chiaramente inferiori rispetto all'estate del 2008. Inoltre, benché il tasso di variazione sui 12 mesi dei prezzi al consumo resti negativo in diversi paesi, le statistiche recenti segnalano un graduale ritorno a tassi di inflazione positivi.

In Cina gli indicatori mensili segnalano che il ritmo di espansione dell'economia è rimasto elevato nel terzo trimestre. La crescita ha continuato a dipendere in larga misura dagli stimoli fiscali e



dalla risultante espansione degli investimenti in infrastrutture; tuttavia, grazie soprattutto alle migliori prospettive del settore immobiliare, anche gli investimenti privati hanno accelerato. Mentre l'espansione degli investimenti ha fatto aumentare in Cina le importazioni di materie prime, le esportazioni hanno evidenziato una ripresa molto più lenta. L'orientamento accomodante della politica monetaria e gli stimoli fiscali hanno trovato riflesso in una maggiore espansione del credito: in agosto lo stock di prestiti era superiore del 33 per cento rispetto all'anno precedente. La variazione dei prezzi al consumo sui 12 mesi è rimasta negativa in agosto (-1,2 per cento), ma il ritmo di contrazione è diminuito rispetto al -1,8 per cento di luglio.

AMERICA LATINA

In America latina la situazione economica complessiva è migliorata, anche se le principali economie evidenziano alcune differenze di crescita. Nel contempo, le spinte inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi in gran parte dei paesi.

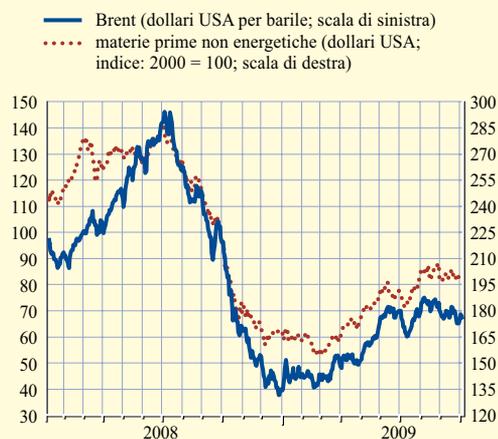
In Brasile l'attività economica ha registrato una sensibile ripresa nel secondo trimestre e il PIL in termini reali è aumentato dell'1,9 per cento rispetto al trimestre precedente. L'inflazione al consumo sui 12 mesi è scesa al 4,3 per cento in agosto, dal 4,5 di luglio. In Argentina il PIL in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento nel secondo trimestre, contro il 2,6 per cento del primo. L'inflazione al consumo sui 12 mesi è salita al 5,9 per cento in agosto. In Messico l'attività sembra avere raggiunto un punto di svolta dopo la forte contrazione della prima metà dell'anno. La produzione industriale è diminuita del 7 per cento sui 12 mesi in luglio, dopo un calo a due cifre nei due mesi precedenti. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche si sono ulteriormente attenuate e l'inflazione al consumo sui 12 mesi è scesa al 5,1 per cento in agosto, dal 5,4 di luglio.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In settembre e inizio ottobre, i corsi petroliferi sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. figura 3). Il 7 ottobre il greggio di qualità Brent è stato quotato a 68,9 dollari per barile (un valore superiore del 74 per cento rispetto agli inizi del 2009). In prospettiva gli operatori si attendono una crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno ai 78 dollari.

Le proiezioni per la domanda di petrolio nel 2009 e 2010, soprattutto per il Nord America e i paesi asiatici non appartenenti all'OCSE, sono state ripetutamente riviste al rialzo dall'Agenzia internazionale per l'energia. Tuttavia, l'atteso miglioramento delle condizioni della domanda mondiale non si è ancora tradotto in un decumulo delle scorte e queste ultime rimangono su livelli eccezionalmente elevati soprattutto negli Stati Uniti. Dal lato dell'offerta, il moderato calo della produzione di greggio nelle economie non appartenenti all'OPEC è stato compensato da un aumento dell'offerta dei paesi dell'OPEC.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti generalmente stabili in settembre. I corsi delle materie prime alimentari sono lievemente aumentati, dopo la sostanziale moderazione degli ultimi mesi; l'aumento è stato trainato dal granoturco, che ha risentito delle condizioni meteorologiche avverse nel Midwest statunitense. Le quotazioni dei metalli sono invece diminuite sulla spinta dei timori circa il possibile arresto del processo di ricostituzione delle scorte in Cina, che aveva sorretto la domanda negli ultimi mesi. A fine settembre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 19 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

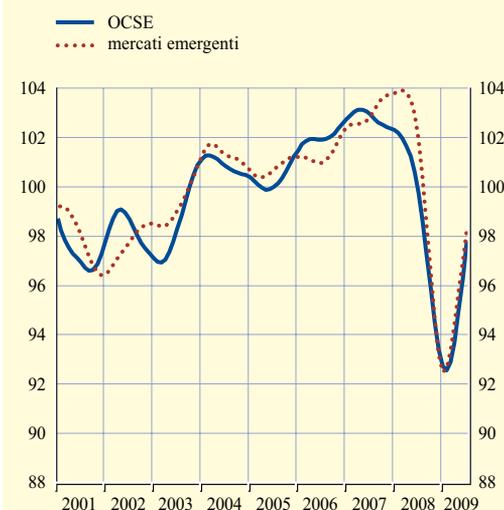
1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le statistiche commerciali più recenti segnalano la possibilità che l'interscambio mondiale si sia ripreso nel terzo trimestre, sostenendo le prospettive a breve termine per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro. Anche gli indicatori anticipatori mostrano che l'attività economica mondiale evidenzia segnali di recupero. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE relativo a luglio suggerisce una generale ripresa dell'attività economica in gran parte dei paesi appartenenti all'organizzazione (cfr. figura 4). Per le economie emergenti, il CLI mostra segni più forti di recupero rispetto ai mesi precedenti.

Benché le prospettive per l'economia mondiale siano ancora contraddistinte da elevata incertezza, i rischi per l'attività economica restano sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, gli effetti delle ampie azioni di stimolo attualmente in corso, nonché delle altre misure di politica economica adottate, potrebbero risultare superiori alle attese. Inoltre, il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente e il mercato del lavoro potrebbe deteriorarsi meno del previsto. Per quanto concerne i rischi verso il basso, sussistono timori per la possibilità di una più marcata o più prolungata spirale negativa tra il settore finanziario e l'economia reale, di un'ulteriore fase di crescita dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, di un'intensificazione delle spinte protezionistiche e di una correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari di agosto indicano un perdurante calo parallelo del tasso di crescita sui dodici mesi sia di M3 sia dei prestiti al settore privato, confermando così la moderazione della crescita monetaria di fondo. Il flusso di prestiti al settore privato non finanziario è stato positivo ma modesto in agosto. Finora l'andamento della crescita dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie è rimasto coerente con le regolarità storiche rispetto al ciclo economico. Per quanto riguarda le condizioni di finanziamento delle IFM, gli andamenti dei depositi e dei titoli di debito a più lungo termine di agosto suggeriscono che gli enti creditizi sono stati in grado di ottenere finanziamenti a più lunga scadenza. Considerando complessivamente i tre mesi fino ad agosto, la riduzione della leva finanziaria da parte delle IFM dell'area dell'euro sembra essersi in parte attenuata, sebbene le IFM abbiano continuato a ridurre le reciproche posizioni.

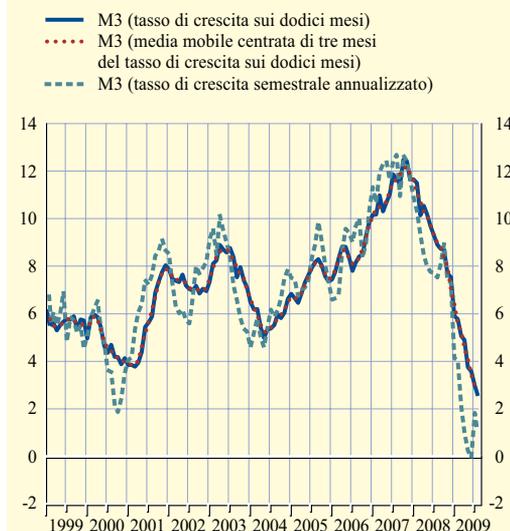
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in agosto al 2,5 per cento, dal 3,0 di luglio (cfr. figura 5). Su base mensile M3 è rimasto invariato in agosto e i tassi di crescita a breve termine di M3 sembrano essersi stabilizzati su livelli modesti. Il profilo dei tassi di interesse ha continuato a influenzare fortemente gli andamenti monetari. Da un lato, la pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti sta alimentando deflussi dalle attività monetarie e fa sì che il calo della crescita di M3 sovrastimi la flessione della crescita monetaria di fondo. Dall'altro lato, la riduzione del differenziale fra i tassi di interesse su diversi depositi a breve termine sta determinando riallocazioni dai depositi a termine a breve scadenza e dagli strumenti negoziabili verso i depositi *overnight*.

In agosto anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è diminuito ulteriormente. Il flusso mensile è stato negativo, ma è interamente riconducibile all'andamento dei prestiti agli intermediari finanziari non monetari. Per contro, il flusso di credito concesso al settore privato non finanziario è stato positivo sebbene modesto in agosto. Il profilo dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie è stato pertanto finora coerente con le regolarità storiche riguardanti la relazione tra i prestiti delle IFM e la fase corrente del ciclo economico. Inoltre, la debolezza dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario riflette in larga misura il perdurante elevato grado d'incertezza sull'attività economica, il reddito e il mercato degli immobili residenziali. Questi fattori riducono la domanda di prestiti, ma hanno un impatto anche sulle valutazioni delle banche circa il merito di credito dei debitori e quindi sulla loro disponibilità e capacità di erogare prestiti, come confermato anche dai risultati dell'indagine sull'accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro condotta dalla BCE in cooperazione con la Commissione Europea (cfr. il riquadro 2).

Figura 5 Crescita di M3

(variazioni percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Con riferimento al finanziamento degli enti creditizi, le operazioni di immissione di liquidità a un anno dell'Eurosistema hanno fornito alle banche ampia liquidità a breve termine e consentito loro di incentrarsi sul rafforzamento del finanziamento a più lungo termine. Quanto al finanziamento tramite emissione di titoli di debito a più lungo termine, il programma dell'Eurosistema per l'acquisto di obbligazioni garantite ha probabilmente avuto un effetto positivo. Rispecchiando la situazione dal lato dei finanziamenti, le principali attività detenute dal settore delle IFM non si sono contratte in agosto. Considerando complessivamente i tre mesi fino ad agosto, la riduzione della leva finanziaria da parte delle IFM dell'area dell'euro sembra essersi in parte attenuata, sebbene le IFM abbiano continuato a ridurre le reciproche posizioni.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il calo della crescita sui dodici mesi di M3 osservato in agosto è riconducibile alla minore crescita sia dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) sia degli strumenti negoziabili (M3-M2). Ciò è stato in parte compensato da un ulteriore aumento della crescita sui dodici mesi di M1 (circolante e depositi *overnight*).

Il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è ulteriormente salito al 13,6 per cento in agosto, dal 12,1 per cento del mese precedente (cfr. tavola 1). Tale aumento ha rispecchiato un ulteriore forte afflusso mensile nei depositi *overnight* nonché un afflusso mensile nel circolante.

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso ulteriormente, al -4,1 per cento dal -2,7 di luglio. Le componenti di questa categoria di depositi hanno continuato a mostrare andamenti divergenti: l'ulteriore accelerazione dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine) è stata più che

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 lug.	2009 ago.
M1	46,6	0,7	2,7	5,3	8,0	12,1	13,6
Banconote e monete in circolazione	7,9	7,5	12,4	13,6	13,2	12,5	13,2
Depositi <i>overnight</i>	38,8	-0,6	0,8	3,6	6,9	12,1	13,6
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,6	19,1	15,8	9,3	3,0	-2,7	-4,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	22,1	37,6	29,0	12,9	-0,8	-12,1	-15,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	18,5	-1,7	-0,5	4,5	8,6	12,3	13,7
M2	87,2	9,2	8,9	7,2	5,5	4,7	4,6
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,8	8,9	4,1	-0,8	-2,5	-6,8	-9,9
M3	100,0	9,1	8,2	6,0	4,3	3,0	2,5
Credito a residenti nell'area dell'euro		9,1	7,4	5,9	4,3	3,3	2,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		0,6	1,7	5,6	8,4	10,9	11,5
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,1	2,9	2,3	1,5	2,4	3,6
Credito al settore privato		10,9	8,6	6,0	3,5	1,8	1,1
Prestiti al settore privato		9,1	7,4	4,6	2,2	0,7	0,1
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		10,1	8,5	6,1	3,6	1,9	1,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		3,3	1,2	1,8	2,7	3,2	3,8

Fonte: BCE.

1) Alla fine dell'ultimo mese disponibile. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

compensata dal calo del tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), che ha subito un'ulteriore significativa flessione al -15,1 per cento dal -12,1 del mese precedente.

Gli andamenti delle varie tipologie di depositi a breve termine sono in linea con la diminuzione del differenziale fra i tassi di interesse corrisposti su tali depositi, il quale ha alimentato in particolare deflussi dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi *overnight* e i depositi a risparmio a breve termine. Tale andamento è riconducibile al fatto che, sulla base dei dati disponibili sui tassi di interesse delle IFM, il tasso applicato ai depositi a termine a breve scadenza è diminuito in misura più marcata di quello corrisposto sulle altre due tipologie di deposito. Vi potrebbe essere stato anche un aumento nell'allocazione di fondi verso attività finanziarie non comprese in M3, in quanto la maggiore inclinazione della curva dei rendimenti dalla fine dello scorso anno ha reso più attraenti questi strumenti a lungo termine.

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è sceso ulteriormente, collocandosi al -9,9 per cento dal -6,8 di luglio. Per quanto riguarda le componenti, il tasso di espansione dei titoli di debito a breve termine delle IFM (titoli con scadenza fino a due anni) detenuti dai settori detentori di moneta è divenuto ancor più negativo, portandosi al -43,9 per cento in agosto dopo il -38,6 di luglio. Su base mensile, i residenti all'interno e all'esterno dell'area dell'euro hanno ridotto le proprie consistenze di questi strumenti in agosto, mentre le IFM le hanno aumentate. Si è inoltre osservato un altro significativo calo nel mese, tra le detenzioni dei settori detentori di moneta, dei contratti pronti contro termine. Questa diminuzione, comunque, è riconducibile in larga misura alla riduzione del volume delle transazioni interbancarie garantite condotte tramite una controparte centrale. Poiché quest'ultima è classificata come appartenente al settore degli altri intermediari finanziari, tali transazioni incidono sulle detenzioni di contratti pronti contro termine da parte di questo settore. Infine, le quote/partecipazioni in fondi comuni monetari sono state il solo strumento negoziabile per il quale si è registrato un flusso positivo in agosto.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per il quale si fornisce una scomposizione settoriale, ha continuato a diminuire in agosto, al 3,1 per cento dal 3,6 per cento di luglio. Il settore delle famiglie ha fornito il principale contributo a tale diminuzione, sebbene ad esso sia tuttora riconducibile la quasi totalità della crescita sui dodici mesi dei depositi di M3. Per contro, il contributo fornito dalle società non finanziarie è aumentato negli ultimi mesi. Su base mensile, in agosto si è registrato un lieve afflusso nei depositi di M3 del settore delle famiglie. Nel contempo, dopo una serie di contrazioni intorno al volgere dell'anno, le società non finanziarie hanno continuato ad accrescere le proprie detenzioni di depositi di M3 in agosto. Gli intermediari finanziari non monetari hanno anch'essi ampliato le loro detenzioni di depositi di M3 in agosto, dopo un ampio deflusso nel mese precedente.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 2,8 per cento in agosto, dal 3,3 di luglio (cfr. tavola 1). Tuttavia, quest'andamento cela un ulteriore rafforzamento della crescita sui dodici mesi del credito concesso alle amministrazioni pubbliche, all'11,5 per cento in agosto dal 10,9 di luglio, a fronte di una diminuzione dell'espansione del credito al settore privato, scesa all'1,1 per cento, dall'1,8 del mese precedente. In entrambi i casi, in agosto si sono registrati flussi mensili sostenuti connessi con gli acquisti di titoli di debito del settore pubblico e privato da parte delle IFM.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato, la principale componente del credito a questo settore, è ulteriormente diminuito portandosi allo 0,1 per cento in agosto, dallo 0,7 del mese precedente. Su base mensile, il flusso dei prestiti delle IFM al settore privato è stato negativo in agosto, riflettendo un'ulteriore contrazione dei prestiti agli intermediari finanziari, mentre il credito al settore privato non finanziario è lievemente aumentato.

I tassi di crescita nel mese dei prestiti al settore privato negli ultimi mesi sono stati influenzati solo lievemente dall'impatto distorsivo della rimozione dei prestiti dai bilanci nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione. Di fatto, l'attività di cartolarizzazione *pro soluto* è stata modesta, dopo l'intensa attività della fine del 2008, quando le istituzioni creditizie che le avevano originate, cedevano i prestiti e riacquistavano nel contempo i titoli emessi dalle società veicolo per utilizzarli come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Tale diminuzione nell'attività di cartolarizzazione potrebbe essere riconducibile a un'attenuazione della domanda di liquidità della banca centrale da parte degli enti creditizi dopo l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno condotta dall'Eurosistema alla fine di giugno, la quale aveva sostituito altri tipi di strumenti liquidi. Ciò nondimeno, l'impatto della rimozione dei prestiti dai bilanci ha continuato ad essere prevalente nei tassi di crescita sui dodici mesi, con una differenza tra la serie annuale corretta e quella non corretta pari a 1,3 punti percentuali in agosto, contro 1,2 punti percentuali nel mese precedente.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie è calato ulteriormente collocandosi allo 0,7 per cento in agosto, dall'1,6 per cento di luglio (cfr. tavola 2). I dati di agosto confermano che, nel complesso, i flussi di prestiti con una scadenza più lontana (oltre i cinque anni) sono rimasti positivi e hanno in parte controbilanciato le riduzioni nei livelli dei prestiti a breve e medio termine, sebbene nel corso del mese si sia registrato il primo lieve afflusso mensile positivo verso i prestiti con scadenza fino a un anno dal novembre 2008. L'andamento ancora moderato dei prestiti a breve termine potrebbe rispecchiare un processo in cui le imprese stanno sostituendo prestiti bancari a breve termine con prestiti a lungo termine – per assicurarsi il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine – o (in particolare nel caso delle grandi imprese) prestiti bancari con maggiori emissioni di titoli sul mercato.

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2008 1° trim.	2009 2° trim.	2009 lug.	2009 ago.
Società non finanziarie	44,3	12,8	11,3	8,2	4,7	1,6	0,7
Fino a 1 anno	26,4	11,0	9,0	4,1	-2,4	-8,3	-8,9
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	20,2	18,6	16,0	12,5	9,9	6,1	3,9
Oltre 5 anni	53,4	11,8	10,8	8,8	6,8	5,5	5,0
Famiglie²⁾	45,6	3,9	2,8	1,0	0,0	-0,0	-0,2
Credito al consumo ³⁾	12,9	4,4	3,2	1,3	-0,3	-1,0	-0,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,4	4,1	2,9	0,7	-0,2	-0,1	-0,4
Altri prestiti	15,7	2,6	2,2	1,7	1,6	1,4	1,4
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	-6,6	-6,5	-5,8	-2,4	-3,2	-8,2
Altri intermediari finanziari non monetari	9,3	22,3	14,5	7,6	1,0	-0,1	-1,0

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli, cfr. le relative note tecniche.

1) Alla fine dell'ultimo mese per cui sono disponibili i dati. I prestiti ai settori sono espressi come percentuale del totale dei prestiti delle IFM al settore privato; le scomposizioni per durata e per destinazione sono espresse in percentuale dei prestiti delle IFM al rispettivo settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) In base alla definizione SEC 95.

3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

In agosto il tasso di variazione dei prestiti alle famiglie è diminuito a -0,2 per cento, dallo zero di luglio. Tuttavia, su base mensile, si è registrato un chiaro flusso positivo. La diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha continuato a riflettere la flessione del tasso di espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni, a -0,4 per cento in agosto dopo -0,1 in luglio, risentendo in larga misura della moderata dinamica dei prezzi degli immobili in molti paesi dell'area dell'euro. Ciò nondimeno, gli andamenti recenti confermano che negli ultimi mesi si è verificata una stabilizzazione nella tendenza al ribasso dei prestiti alle famiglie, in linea con l'attuale fase del ciclo economico (cfr. il seguente riquadro 1).

Riquadro 1

I PRESTITI AL SETTORE PRIVATO NON FINANZIARIO NELL'ARCO DEL CICLO ECONOMICO NELL'AREA DELL'EURO

La crescita annua dei prestiti bancari al settore privato non finanziario ha continuato a indebolirsi negli ultimi mesi. Tale andamento cela andamenti lievemente divergenti tra i settori: la tendenza flettente della crescita dei prestiti è proseguita nel comparto delle società non finanziarie, mentre si è esaurita nei mesi più recenti nel caso delle famiglie. Le differenze nella tempistica dei punti di svolta degli andamenti settoriali dei prestiti durante il ciclo economico sembrano in linea con l'esperienza passata¹⁾. Le informazioni disponibili indicano che l'economia dell'area dell'euro si sta stabilizzando e che dovrebbe registrare una graduale ripresa. Pertanto, potrebbe risultare particolarmente interessante nell'attuale fase congiunturale esaminare l'evidenza empirica sugli andamenti dei prestiti nel passato. Su tale sfondo, questo riquadro presenta alcuni fatti stilizzati sull'andamento della crescita dei prestiti per settore durante il ciclo economico e sulle incertezze al riguardo.

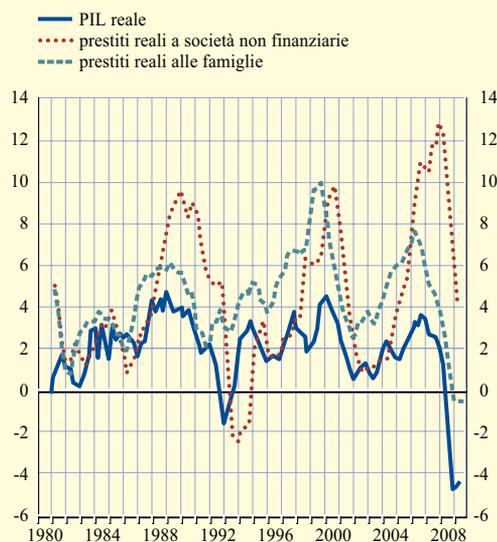
Fatti stilizzati relativi alla crescita dei prestiti durante il ciclo economico

Dagli inizi degli anni ottanta la crescita in termini reali dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie avrebbe seguito da vicino quella del PIL in termini reali (cfr. figura A). Allo stesso tempo queste serie presentano chiare differenze in termini di fase e ampiezza.

Come si evince dalla tavola, l'analisi di correlazione indica che nel caso delle famiglie il legame più forte tra la crescita dei prestiti e quella del PIL in termini reali (un coefficiente di correlazione del 67 per cento) si riscontra in corrispondenza di un anticipo medio pari a un trimestre della prima variabile rispetto alla seconda. Nel caso delle società non finanziarie il legame più forte (un coefficiente di correlazione del 70 per cento)

Figura A Crescita dei prestiti reali al settore privato non finanziario e del PIL reale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: tutte le variabili sono deflazionate utilizzando il deflatore del PIL. Dati trimestrali. L'ultima osservazione è relativa al secondo trimestre del 2009.

1) Cfr. anche il riquadro *il profilo ciclico dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie nell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino.

Fatti stilizzati dei prestiti al settore privato non finanziario dell'area dell'euro

Variabile	Tasso di crescita medio sul periodo corrispondente	Correlazione con il PIL reale		Anticipo/ritardo (+/-) dei punti di svolta rispetto al PIL reale
		Correlazione massima (%)	Anticipo/ritardo (+/-) (trimestri)	
PIL reale	2,0			
Prestiti reali alle famiglie	4,5	67	1	2
Prestiti reali alle società non finanziarie	4,5	70	-3	-3

Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: i risultati sono derivati dal periodo che va dal secondo trimestre 1980 al secondo trimestre 2009 e sono basati su tassi di crescita sul periodo corrispondente.

si osserva in concomitanza di un ritardo medio di tre trimestri della crescita dei prestiti rispetto a quella del PIL. Questo sfasamento temporale resta sostanzialmente valido anche se si esaminano più in dettaglio i punti di svolta. Nel caso delle famiglie, ad esempio, l'anticipo medio è di un trimestre sulla base della correlazione complessiva e di due trimestri sulla base dei punti di svolta. Tale evidenza è principalmente ascrivibile alla componente dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre il credito al consumo e le altre tipologie di prestito sembrano muoversi con un lieve ritardo rispetto al ciclo.

Le regolarità empiriche riflettono i diversi fattori dal lato della domanda e dell'offerta alla base degli andamenti dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie. Ad esempio, il comportamento lievemente anticipatore dei prestiti alle famiglie può essere spiegato con il fatto che il calo dei prezzi delle abitazioni e dei tassi di interesse durante le fasi di rallentamento economico induce di norma le famiglie a ricominciare a richiedere prestiti per l'acquisto di immobili quando si rafforzano le aspettative di ripresa. Per contro, il ritardo dell'andamento dei prestiti alle società non finanziarie rispetto al ciclo potrebbe riflettere l'eventualità che le imprese utilizzino dapprima fondi propri – poiché i flussi di cassa migliorano durante una ripresa – e ricorrono solo in un secondo momento al finanziamento esterno. Infine, potrebbero svolgere un ruolo rilevante anche alcuni fattori dal lato dell'offerta, come ad esempio il fatto che nei periodi di ripresa le banche potrebbero avere una preferenza per aumentare l'erogazione dei prestiti prima alle famiglie che alle imprese, poiché i prestiti alle famiglie, in particolare quelli destinati all'acquisto di abitazioni, sono assistiti da maggiori garanzie.

Incertezze sui fatti stilizzati

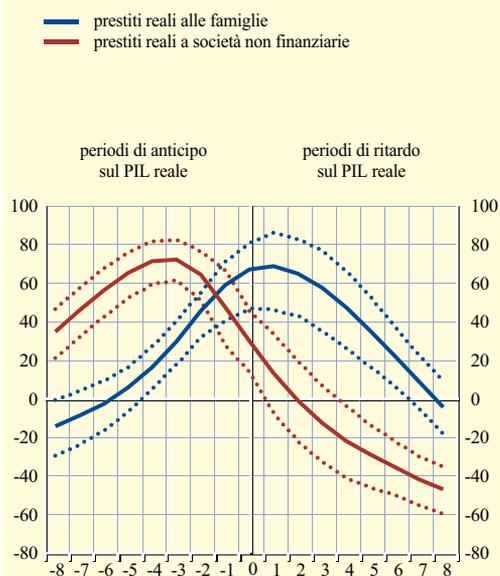
Nell'applicare le suddette regolarità all'esame di una situazione specifica, è importante conoscere la possibile frequenza e ampiezza degli scostamenti dal profilo medio. In altri termini, occorre determinare che grado di incertezza caratterizza queste regolarità. A tal fine, questo riquadro presenta tre misure: intervalli di confidenza intorno ai coefficienti di correlazione, correlazioni mobili e il profilo temporale della struttura di anticipo/ritardo intorno ai punti di svolta.

Gli intervalli di confidenza intorno alle correlazioni dinamiche nella figura B confermano che la correlazione massima tra la crescita in termini reali del PIL e quella dei prestiti alle famiglie da un lato e alle società non finanziarie dall'altro è significativamente positiva (vale a dire significativamente maggiore di zero da un punto di vista statistico)²⁾. Nel caso delle famiglie la correlazione massima con un anticipo di un trimestre non è tuttavia statisticamente diversa da quella con il trimestre coin-

2) Le bande di confidenza sono state calcolate con il metodo non parametrico volto a ottenere errori standard corretti per l'eteroschedasticità e l'autocorrelazione descritto in Newey, W. e West, K., "Automatic lag selection in covariance matrix estimation", *Review of Economic Studies*, vol. 61, 1994, pagg. 631-653.

Figura B Correlazione a differenti traslazioni in anticipo/ritardo fra la crescita dei prestiti reali, alle famiglie e alle società non finanziarie, e la crescita del PIL reale

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.
 Note: basata su tassi di crescita sul periodo corrispondente dal secondo trimestre 1981 fino al secondo trimestre 2009. Le linee tratteggiate si riferiscono agli intervalli di confidenza, ottenuti aggiungendo e sottraendo al coefficiente di correlazione l'errore standard (calcolato utilizzando la procedura della ampiezza di banda ottimale di Newey e West). Cfr. anche la nota 2 del testo.

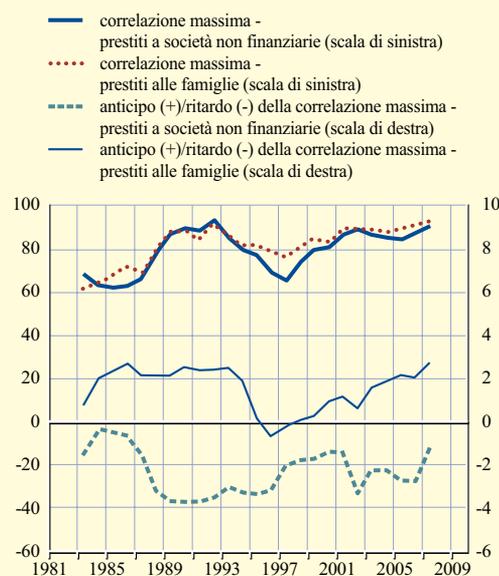
cidente, come emerge dal confronto tra il valore della correlazione massima e il valore dell'intervallo di confidenza più alto della correlazione coincidente. Per contro, con riferimento alle società non finanziarie, la correlazione massima con un ritardo di tre mesi è statisticamente diversa da quella con il trimestre coincidente³⁾. Di conseguenza, da un punto di vista statistico, la crescita in termini reali dei prestiti alle società non finanziarie può essere ragionevolmente definita come un indicatore ritardato della crescita del PIL in termini reali, mentre quella dei prestiti alle famiglie non può essere considerata un indicatore anticipatore.

I coefficienti di correlazione mobile della figura C indicano una certa stabilità nella relazione tra la crescita del PIL in termini reali e quella dei prestiti settoriali, poiché la correlazione massima per i singoli periodi è stata in gran parte dei casi ben superiore al 60 per cento dagli inizi degli anni ottanta⁴⁾. Tuttavia, gli anticipi e i ritardi della crescita dei prestiti in corrispondenza dei quali si ottiene la massima correlazione sembrano aver subito variazioni più sostanziali nel tempo. Nella seconda metà degli anni novanta la crescita in termini reali dei prestiti alle famiglie avrebbe mostrato un andamento più coincidente con quello della crescita del PIL in termini reali, mentre nel resto del periodo essa l'avrebbe anticipata. Per contro, la crescita in termini reali dei prestiti alle società non finanziarie

3) Si noti che tali conclusioni possono essere desunte con riferimento ai limiti di confidenza relativi sia a più e meno l'errore standard sia a più e meno il doppio dell'errore standard.
 4) Il periodo utilizzato per le correlazioni mobili è di tre anni, corrispondente alla durata media del ciclo calcolata tra un punto di massimo e il successivo nella serie annuale di crescita considerata. Per mostrare gli andamenti medi nel tempo sono state calcolate le medie su cinque anni.

Figura C Correlazioni mobili fra la crescita dei prestiti reali, alle famiglie e alle società non finanziarie, e la crescita del PIL reale

(valori percentuali; trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.
 Note: tutte le variabili sono deflazionate utilizzando il deflatore del PIL. Correlazioni basate su tassi di crescita sul periodo corrispondente dal secondo trimestre 1981 fino al secondo trimestre 2009. Medie quinquennali di correlazioni calcolate su finestre temporali di tre anni.

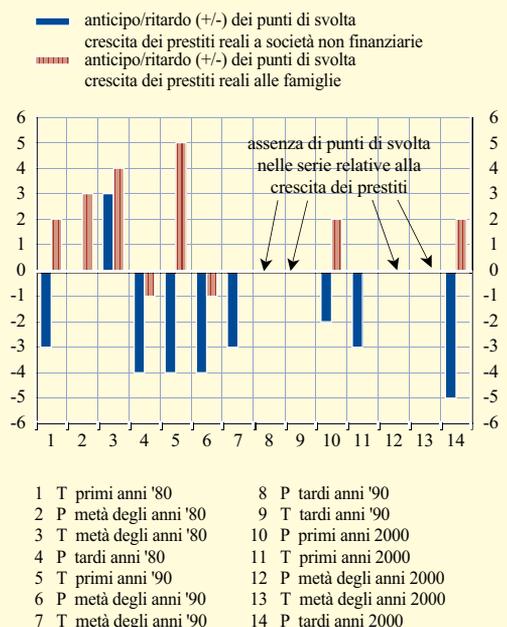
avrebbe presentato un costante ritardo. Tali statistiche indicano che la relazione tra la crescita dei prestiti e quella del PIL in termini reali in alcuni periodi può presentare scostamenti significativi rispetto alla media storica.

Ciò è confermato anche dal fatto che la relazione temporale fra i punti di svolta varia nel tempo (cfr. figura D): ad esempio, per i prestiti alle famiglie, l'anticipo medio di quasi due trimestri rispetto ai punti di massimo e minimo della crescita del PIL in termini reali costituisce la risultante di valori compresi tra meno uno (vale a dire, un ritardo di un trimestre) e più cinque (un anticipo di cinque trimestri)⁵⁾. Analogamente, per i prestiti alle società non finanziarie, il ritardo medio di circa tre trimestri è calcolato su un intervallo di variazione compreso tra meno cinque e più tre. Inoltre, in entrambi i casi alcuni punti di svolta della crescita del PIL in termini reali non sono stati associati ai massimi e minimi della crescita dei prestiti (ad esempio alla fine degli anni novanta e alla metà di questo decennio). Non vi è una chiara evidenza di una relazione tra lo scostamento dall'anticipo o ritardo medio dei punti di svolta e la gravità del rallentamento economico o il vigore della ripresa. Da un lato, nei primi anni novanta (contraddistinti dalla recessione più grave dagli inizi degli anni ottanta prima di quella più recente nell'area dell'euro) l'anticipo del punto di svolta dei prestiti alle famiglie (cinque trimestri) e il ritardo di quelli alle società non finanziarie (quattro trimestri) costituiscono gli scostamenti più ampi per i punti di minimo. Dall'altro, i periodi di massima espansione (ad esempio la fine degli anni ottanta e gli inizi di questo decennio, quando la crescita annua del PIL in termini reali era prossima al 5 per cento) non sembrano caratterizzati da scostamenti eccezionali negli anticipi e nei ritardi dei corrispondenti punti di massimo nelle variabili creditizie.

Le regolarità storiche medie indicano nell'insieme che l'incremento annuo in termini reali dei prestiti alle famiglie anticipa lievemente la crescita del PIL in termini reali, ma che quello dei prestiti alle società non finanziarie la ritarda chiaramente. Pertanto, la convinzione che l'economia dell'area dell'euro si stia stabilizzando e la previsione di una ripresa graduale sarebbero coerenti con l'attuale stabilizzazione della crescita dei prestiti alle famiglie, ma potrebbero anche segnalare un'ulteriore moderazione della crescita dei prestiti alle società non finanziarie almeno fino agli inizi del 2010. Le suddette regolarità medie, tuttavia, sono contraddistinte da incertezza, la quale sembra particolarmente elevata nell'attuale fase congiunturale a causa delle perduranti tensioni nei mercati finanziari.

Figura D Crescita dei prestiti reali, alle famiglie e alle imprese, e crescita del PIL reale: relazione fra punti di svolta

(trimestri)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: punti di svolta ottenuti utilizzando l'algoritmo di Bry-Boschan. "P" sta a indicare il punto di massimo, "T" il punto di minimo.

5) I punti di svolta sono stati determinati sulla base dell'algoritmo di Bry-Boschan (cfr. Bry, G. e Boschan, C., "Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs", *NBER Technical Paper Series*, n. 20, National Bureau of Economic Research, 1971). Esso viene generalmente applicato agli indicatori in livelli con lo scopo di individuare le fasi (espansioni e recessioni) di un ciclo economico classico, ma produce spesso risultati soddisfacenti anche per i tassi di crescita. Risultati molto simili si ottengono individuando i punti di svolta attraverso semplici regole empiriche (basate su ipotesi relative alla durata delle fasi di espansione e di rallentamento) oppure mediante il ricorso a tecniche più formali, come i modelli *Markov-switching*.

Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, è ulteriormente aumentato in agosto, al 3,8 per cento dal 3,2 di luglio. In particolare, i depositi a più lungo termine (depositi con durata prestabilita oltre due anni e depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi) hanno beneficiato dell'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, attraendo così almeno una parte dei fondi defluiti dai depositi a termine a breve scadenza. Inoltre, i settori detentori di moneta hanno continuato ad acquistare titoli di debito a più lungo termine in agosto, suggerendo che le IFM riescono ad ottenere finanziamenti a lungo termine da soggetti non bancari utilizzando questo strumento. Benché anche considerazioni di rendimento stiano favorendo tale strumento, un effetto di stimolo sarebbe probabilmente dovuto al programma di acquisto di obbligazioni garantite dell'Eurosistema in tale andamento, giacché l'emissione di obbligazioni garantite, che in genere è a lunga scadenza, è aumentata nettamente.

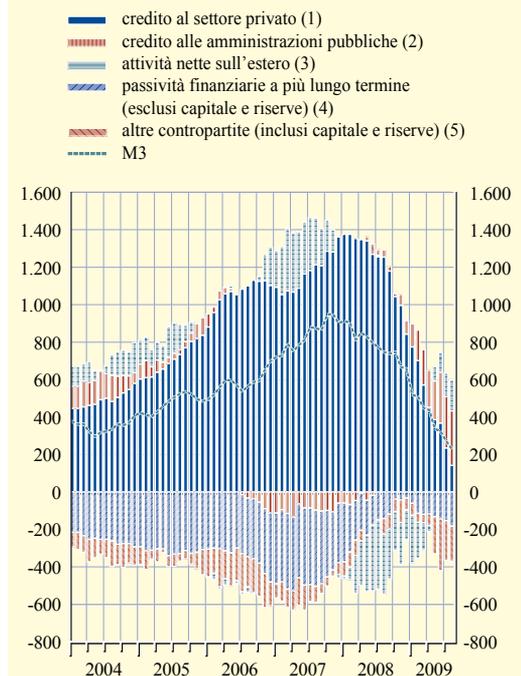
Il tasso di variazione sui dodici mesi di capitale e riserve è sceso in agosto al 9,5 per cento, dal 10,1 di luglio, malgrado un afflusso mensile positivo relativamente elevato.

Infine, in agosto è stato registrato un ulteriore flusso positivo di 43 miliardi di euro nella posizione netta sull'estero del settore delle IFM, che ha portato il flusso cumulato sui dodici mesi a 165 miliardi di euro, dai 127 miliardi dei dodici mesi fino a luglio (cfr. figura 6). Tale andamento è la continuazione del profilo osservato sin da maggio, in cui, sui dodici mesi, le IFM hanno ridotto le proprie passività nei confronti di non residenti più delle proprie attività. In qualche misura, tale diminuzione sia delle attività che delle passività riflette il ridimensionamento complessivo delle posizioni interbancarie transfrontaliere, in un contesto di riduzione della leva finanziaria.

In sintesi, i dati monetari di agosto indicano una perdurante diminuzione parallela della crescita di M3 e dei prestiti al settore privato, confermando così la moderazione della crescita monetaria di fondo. Il credito al settore privato non finanziario ha continuato a essere modesto, rispecchiando in larga misura il perdurante elevato grado d'incertezza sulle prospettive dell'attività economica, del reddito e del mercato degli immobili residenziali. Tale incertezza incide non solo sulla domanda di prestiti delle IFM, ma anche sulla disponibilità e capacità degli enti creditizi di erogare credito. I dati di agosto, soprattutto se valutati insieme a quelli dei due mesi precedenti, suggeriscono anche che il ridimensionamento dei bilanci delle IFM si è in parte attenuata. Ciò nondimeno, le IFM hanno continuato a ridurre le proprie posizioni reciproche.

Figura 6 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: M3 è riportata come riferimento ($M3 = 1+2+3-4+5$). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

La crescita delle emissioni totali di titoli di debito è rimasta consistente in luglio, seppur con un rallentamento rispetto al ritmo sostenuto registrato dal novembre 2008. Nel settore delle società non finanziarie la dinamica dell'emissione di titoli è rimasta sostenuta, sospinta soprattutto dall'emissione di titoli di debito a lungo termine. È probabile che il perdurante aumento delle emissioni di titoli di debito da parte del settore societario rifletta in certa misura la sostituzione del finanziamento bancario mediante ricorso al mercato, visto il calo più rapido del costo dei titoli emessi sul mercato rispetto ai tassi sui prestiti bancari dalla fine del 2008.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente calato all'11,7 per cento in luglio dall'11,9 del mese precedente (cfr. tavola 3), facendo sì che la crescita dell'emissione di titoli di debito si stabilizzasse su un livello elevato. Ciò è riflesso anche nel tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dell'emissione dei titoli di debito, che ha mostrato un lieve rallentamento della perdurante sostenuta crescita dell'emissione di titoli di debito negli ultimi mesi (cfr. figura 7). Questo dato complessivo è tuttavia il risultato di dinamiche diverse delle varie scadenze e tipologie di emittenti.

Per quanto riguarda le scadenze, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a breve termine, seppur ancora elevato, ha continuato a calare rapidamente, scendendo al 18,7 per cento in luglio dal 19,9 del mese precedente. Nel contempo, la crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è rimasta sostenuta e sostanzialmente invariata al 10,8 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso fisso e a tasso variabile. Negli ultimi mesi gli emittenti hanno chiaramente favorito l'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso, che rappresentano circa il 70 per cento delle consistenze in essere dei titoli di debito a lungo termine emessi. Il tasso di crescita dell'emissione di titoli a lungo termine a tasso fisso è salito dal 5,4 per cento dell'inizio dell'anno al 10,3 per cento in luglio. Nel contempo, il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile ha continuato a diminuire, scendendo al 12,5 per cento.

Tavola 3 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 lug.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 giu.	2009 lug.
		Emissione di titoli di debito:	14.061	7,3	7,8	10,6	12,0	11,9	11,7
IFM	5.447	8,2	5,7	5,9	5,8	4,8	4,2
Società finanziarie non monetarie	2.153	22,9	23,7	31,1	32,7	30,0	31,0
Società non finanziarie	763	4,1	5,0	7,7	10,0	11,4	12,6
Amministrazioni pubbliche	5.698	2,4	5,6	9,6	12,1	13,3	13,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.344	2,4	5,7	9,9	12,2	13,6	13,4
Altre amministrazioni pubbliche	353	3,0	2,9	5,9	9,6	9,7	9,5
Emissione di azioni quotate:	3.815	0,6	0,8	1,2	1,9	2,7	2,7
IFM	509	2,8	4,9	7,2	8,7	9,8	9,5
Società finanziarie non monetarie	278	2,6	2,6	3,1	3,4	4,3	4,0
Società non finanziarie	3.027	0,0	-0,1	0,0	0,8	1,5	1,6

Fonte: BCE.

1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie ha raggiunto il 12,6 per cento in luglio. Si tratta del tasso più elevato dal giugno 2003. L'attività di emissione netta mensile delle società non finanziarie evidenzia che la capacità di reperire finanziamenti a breve termine ha continuato a essere limitata fino al luglio 2009. Pertanto, la forte dinamica dell'emissione di titoli di debito societari ha interessato principalmente i titoli a lungo termine.

L'impennata dell'emissione netta a lungo termine, insieme ai volumi record registrati al volgere del 2009, indica un rinnovato interesse da parte delle società non finanziarie per il mercato delle obbligazioni societarie europee. Due fattori possono aver svolto un ruolo significativo nell'incentivare l'emissione di obbligazioni societarie. In primo luogo, i differenziali creditizi sono andati calando rapidamente negli ultimi mesi. Ciò ha ridotto sostanzialmente i costi del finanziamento tramite

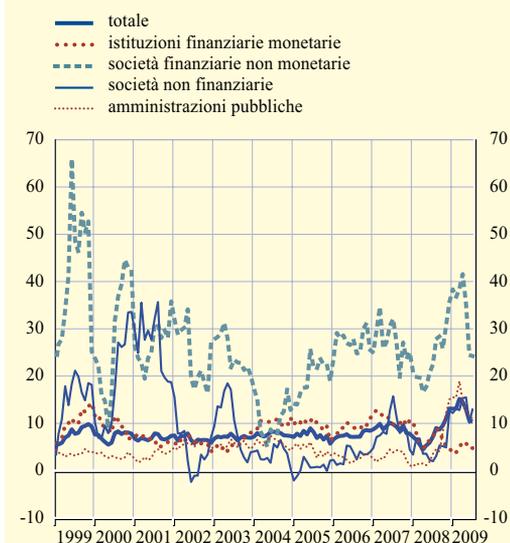
debito e ha consentito alle imprese di assicurarsi fondi relativamente a basso costo. Dalla fine del 2008 vi è stato un maggior calo del costo del finanziamento tramite titoli emessi sul mercato rispetto a quello tramite prestiti bancari. Ad esempio, il costo reale del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato è sceso molto più rapidamente dei tassi sui prestiti applicati dalle IFM. In secondo luogo, la dinamica dell'emissione di titoli di debito potrebbe anche riflettere il deterioramento della disponibilità di finanziamento esterno dovuto all'inasprimento dei termini e delle condizioni per i prestiti bancari (cfr. il riquadro 2 che indica i risultati dell'ultima indagine sull'accesso al finanziamento per le piccole e medie imprese dell'area dell'euro). Dal novembre 2008 l'impennata dell'emissione di titoli di debito societari ha portato a una graduale ricomposizione della struttura per scadenze dei titoli, con un sempre maggiore ricorso delle società non finanziarie al finanziamento a più lungo termine. Nel novembre 2008 il 17 per cento dei titoli in essere detenuti dalle società non finanziarie era a breve termine. Nel luglio 2009 tale proporzione era scesa all'11 per cento.

Quanto al settore finanziario, si è registrato un ulteriore calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM, al 4,2 per cento in luglio dal 4,8 di giugno. Questo rallentamento è imputabile a un rapido calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi a breve termine, all'1,8 per cento in luglio dal 4,5 di giugno. Un lieve calo del tasso di crescita delle emissioni dei titoli di debito a lungo termine si è altresì registrato in luglio, con il tasso sui dodici mesi al 4,6 per cento, ossia 0,2 punti percentuali in meno del mese precedente.

Per contro, vi è stato un leggero aumento del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie, al 31 per cento in luglio, ossia un punto percentuale in più rispetto a giugno. Ciò è confermato da una stabilizzazione in luglio del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, dopo diversi mesi di rapido calo. L'attività di emissione delle istituzioni finanziarie non monetarie ha continuato come per altri tipi di emittenti a essere incentrata sulle scadenze a più lungo termine.

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Infine, nel settore delle amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito è rimasto sostenuto e pressoché invariato in luglio rispetto al mese precedente, al 13,2 per cento. Un forte aumento del tasso di crescita dei titoli di debito a breve termine è stato più che compensato da un moderato calo del tasso di crescita delle emissioni di titoli a più lungo termine. La sostenuta dinamica delle emissioni di titoli di Stato riflette il perdurante sostanziale fabbisogno di finanziamento da parte del settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

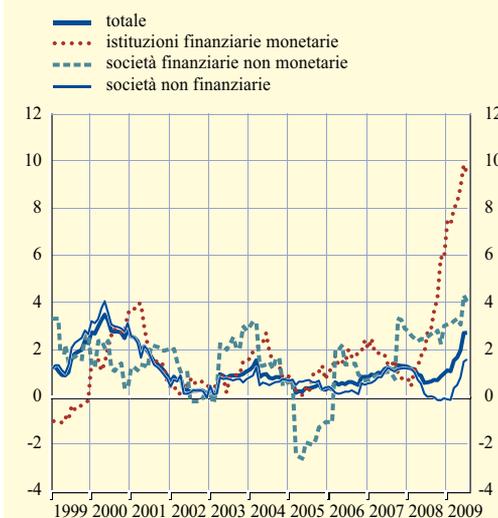
AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto invariato al 2,7 per cento in luglio (cfr. figura 8). Il tasso di crescita delle emissioni di azioni da parte delle IFM è rimasto elevato al 9,5 per cento, rispecchiando i perduranti sforzi di molte banche dell'area dell'euro di aumentare la componente patrimoniale dei propri bilanci.

Un'altra caratteristica di rilievo è il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, che ha registrato un ulteriore aumento all'1,6 per cento in luglio, forse favorito dagli andamenti positivi dei mercati azionari negli ultimi mesi.

Figura 8 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

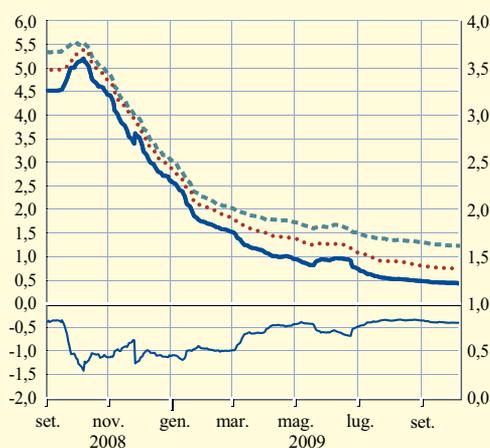
In settembre e all'inizio di ottobre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi non garantiti sono diminuiti, mentre quelli sui depositi garantiti sono lievemente aumentati. Di conseguenza, nello stesso periodo è sceso leggermente anche il differenziale tra i tassi di interesse a tre mesi sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti. Sempre in settembre l'Eurosistema ha continuato a offrire al sistema finanziario abbondante liquidità mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle di rifinanziamento a più lungo termine con scadenze fino a un anno. L'ammontare assegnato il 30 settembre nella seconda operazione a un anno è stato significativamente inferiore a quello della prima operazione condotta in giugno. Inoltre, l'Eurosistema ha continuato a effettuare acquisti di covered bond sul mercato aperto nel contesto del Covered Bond Purchase Programme avviato il 6 luglio 2009.

In settembre e all'inizio di ottobre i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia hanno continuato a diminuire, benché a un ritmo più lento rispetto ai mesi precedenti. Il 7 ottobre l'Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,43, 0,74, 1,01 e 1,23 per cento. Rispetto ai livelli osservati il 2 settembre, il tasso Euribor a un mese è sceso di 5 punti base, mentre quelli con scadenze comprese fra i tre e i dodici mesi si sono ridotti di 7 punti base. Il 7 ottobre, pertanto, il differenziale tra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese (un indicatore

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)

- Euribor a 1 mese (scala di sinistra)
- ... Euribor a 3 mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a 12 mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a 12 mesi e a 1 mese (scala di destra)

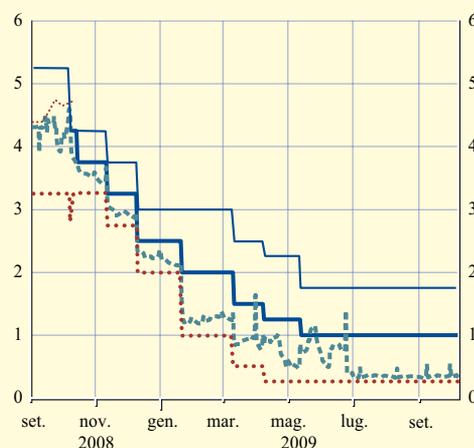


Fonti: BCE e Reuters.

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)

- tasso minimo di offerta/tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso sui depositi overnight presso la banca centrale
- - - tasso overnight (Eonia)
- tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso di rifinanziamento marginale



Fonti: BCE e Reuters.

dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario) è sceso lievemente a 79 punti base, a fronte degli 82 punti base del 2 settembre (cfr. figura 9).

I tassi del mercato monetario sui depositi garantiti ricavati dall'Eonia Swap Index sono lievemente aumentati in settembre, contribuendo alla flessione del differenziale tra i tassi sui depositi non garantiti e su quelli garantiti. Nel segmento a tre mesi, questo differenziale si è ridotto il 7 ottobre a 27 punti base, livello inferiore di 14 punti base a quello osservato il 2 settembre.

Il 7 ottobre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2009, marzo e giugno 2010 sono diminuiti portandosi rispettivamente allo 0,785, 0,965 e 1,225 per cento, su livelli inferiori di 8, 9 e 15 punti base rispetto ai tassi osservati il 2 settembre.

L'Eonia è stato sostanzialmente stabile in settembre e all'inizio di ottobre, collocandosi su livelli superiori di 10 punti base circa rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale pari allo 0,25 per cento, ad eccezione dell'8 e del 30 settembre quando si è portato rispettivamente allo 0,54 e allo 0,53 per cento (cfr. figura 10). La prima eccezione ha coinciso con l'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve conclusosi l'8 settembre, quando l'Eurosistema ha condotto un'operazione di *fine tuning* per l'assorbimento di liquidità e ha assorbito 195,1 miliardi di euro mediante un'operazione d'asta a tasso variabile con un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,73 per cento. Il 30 settembre e agli inizi di ottobre l'Eonia è salito allo 0,53 per cento principalmente a causa di effetti di fine trimestre. L'aumento è stato invertito il giorno successivo e il 7 ottobre l'Eonia si è collocato allo 0,34 per cento.

Il volume delle operazioni di mercato aperto in essere che, in seguito all'attuale gestione della liquidità da parte dell'Eurosistema, è determinato esclusivamente dal comportamento in asta delle controparti, è diminuito fino al 30 settembre, quando è stata regolata la seconda operazione di rifinanziamento a lungo termine (ORLT) a un anno. Il 1° ottobre il volume delle operazioni di rifinanziamento in euro in essere era pari a 742,7 miliardi di euro, valore decisamente inferiore al massimo storico di 896,5 miliardi toccato il 25 giugno, a seguito del regolamento della prima ORLT a un anno dell'ordine di 442,5 miliardi di euro avvenuto il 24 giugno. Da allora, la struttura per scadenze della liquidità si è allungata in misura significativa e le operazioni di rifinanziamento principali hanno costituito solo il 10 per cento circa della liquidità totale in essere.

Nelle operazioni di rifinanziamento principali dell'1, 8, 15, 22 e 29 settembre, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 72,1, 93,3, 87,8, 85,0 e 66,8 miliardi di euro. Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ha condotto in settembre tre ORLT speciali con scadenze a uno, tre e sei mesi, nonché la seconda delle tre ORLT a un anno annunciate in maggio. La BCE ha aggiudicato l'8 settembre 10,6 miliardi di euro nella ORLT speciale con scadenza a un mese e il 9 settembre rispettivamente 3,2 e 3,7 miliardi di euro nelle ORLT speciali a tre e sei mesi. Nella seconda ORLT a un anno del 30 settembre la BCE ha aggiudicato 75,2 miliardi di euro, importo inferiore alle attese degli operatori di mercato.

In linea con la diminuzione dei volumi di aggiudicazione nelle operazioni di mercato, la liquidità in eccesso nei mercati monetari dell'area dell'euro è gradualmente diminuita durante il mese, come indicato dal ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale che è sceso da 136,7 miliardi di euro nel periodo di mantenimento conclusosi l'8 settembre a 105,8 miliardi nel periodo successivo fino al 7 ottobre.

Inoltre, nel quadro degli accordi temporanei con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'Eurosistema ha continuato a fornire fondi in dollari statunitensi a fronte di garanzie da esso considerate idonee mediante operazioni condotte con varie scadenze il 2, 9, 16, 23 e 30 settembre. La BCE ha anche seguito a fornire alle controparti dell'Eurosistema fondi in franchi svizzeri contro euro tramite operazioni di *swap* sul mercato dei cambi. Il 24 settembre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, di concerto con la Federal Reserve, di continuare a condurre operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi con scadenza a sette giorni fino al gennaio 2010. Tutte le altre operazioni di immissione di liquidità in dollari sono state sospese. Alla stessa data il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, di concerto con la Banca nazionale svizzera, di continuare a condurre operazioni di *swap* finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri con scadenza a una settimana fino al gennaio 2010.

Infine, l'Eurosistema ha proseguito nell'acquisto di *covered bond* nel quadro del programma avviato il 6 luglio. Il valore totale dei *covered bond* acquistati tra il 6 luglio e il 7 ottobre era pari a 17 miliardi di euro circa, a fronte dell'ammontare complessivo di acquisti diretti annunciato per 60 miliardi.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In settembre e all'inizio di ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti, nonostante sia proseguito il recupero dei prezzi delle attività rischiose. I differenziali tra i titoli di Stato all'interno dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati in ragione sia dei modesti premi per la liquidità sia del basso rischio di credito percepito. Questa circostanza, in concomitanza con l'ulteriore restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, rifletterebbe in parte un miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Tuttavia

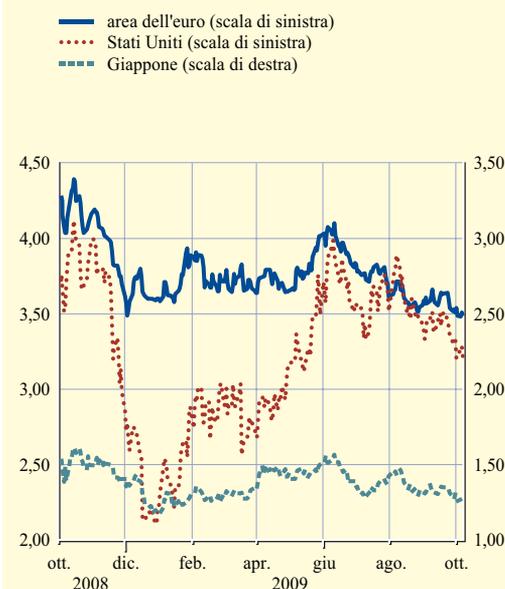
il basso livello dei rendimenti del mercato monetario ha indotto probabilmente molti operatori di mercato ad aumentare l'esposizione al rischio dei loro portafogli obbligazionari. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, mentre è lievemente diminuita negli Stati Uniti.

Il 7 ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si sono collocati al 3,5 per cento nell'area dell'euro e al 3,2 per cento negli Stati Uniti, 7 e 22 punti base al di sotto dei livelli di fine di agosto (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è collocato alla stessa data a -28 punti base circa. I rendimenti sui titoli di Stato decennali sono diminuiti anche in Giappone, collocandosi il 7 ottobre all'1,3 per cento. L'incertezza dei mercati relativa agli andamenti di breve periodo dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro ed è diminuita lievemente negli Stati Uniti, ritornando sui livelli osservati prima del fallimento di Lehman Brothers.

Agli inizi di ottobre i differenziali tra i rendimenti sui titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro e sui corrispondenti titoli di Stato decennali tedeschi si sono collocati su livelli prossimi a quelli osservati alla fine di agosto. Seppur diminuiti in settembre per tutti i paesi, tali differenziali si sono poi di nuovo ampliati moderatamente negli ultimi giorni del periodo in rassegna. Nel complesso i differenziali dei rendimenti sui titoli di Stato dei paesi dell'area rifletterebbe non solo il restringimento dei differenziali relativi ai premi per la liquidità osservato negli ultimi mesi, ma anche un basso rischio di credito per tali titoli, come segnalato dai differenziali sui CDS. Inoltre,

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

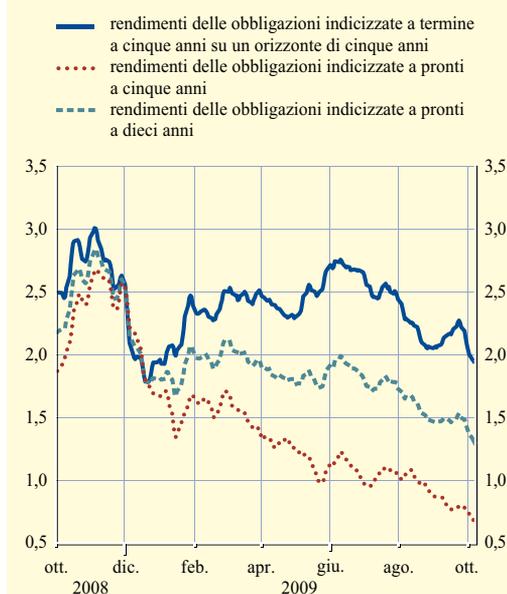
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Reuters.
 Nota: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a 10 anni o alla scadenza disponibile più vicina a 10 anni.

Figura 12 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

il livello complessivo relativamente modesto dei tassi di interesse a lungo termine può in parte riflettere la vigorosa domanda di titoli di Stato da parte delle banche. Il basso livello dei tassi del mercato monetario ha probabilmente indotto molti operatori di mercato ad aumentare l'esposizione al rischio dei loro portafogli obbligazionari.

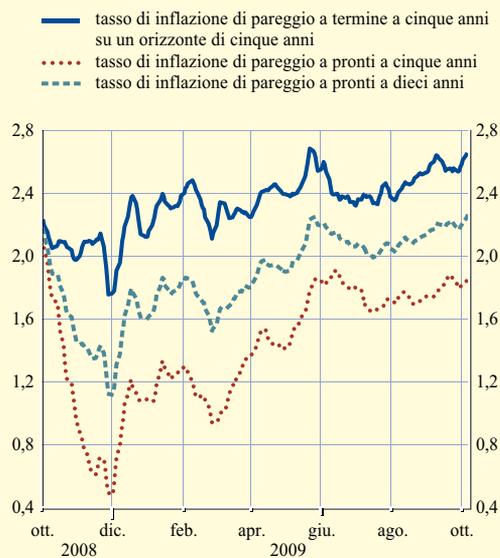
I rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni indicizzati all'inflazione sono diminuiti di 21 punti base per collocarsi il 7 ottobre allo 0,7 per cento, mentre i rendimenti reali a dieci anni sono scesi di 16 punti base all'1,3 per cento (cfr. figura 12). Il rendimento reale a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è ridotto di 11 punti base, all'1,9 per cento. I recenti andamenti dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro, e in particolare il fatto che i premi per la liquidità siano tornati sui livelli osservati prima del fallimento di Lehman Brothers, indicano l'ulteriore normalizzazione della quotazione degli strumenti indicizzati all'inflazione.

Le misure basate sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro rimangono solidamente ancorate. Il 7 ottobre i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente all'1,8 e al 2,2 per cento, su livelli lievemente superiori a quelli osservati alla fine di agosto. Il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 4 punti base, al 2,6 per cento (cfr. figura 13).

La struttura per scadenze dei tassi a termine nell'area dell'euro mostra come il comportamento complessivo dei rendimenti a lungo termine dell'area possa essere scomposto in variazioni delle

Figura 13 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti zero coupon nell'area dell'euro

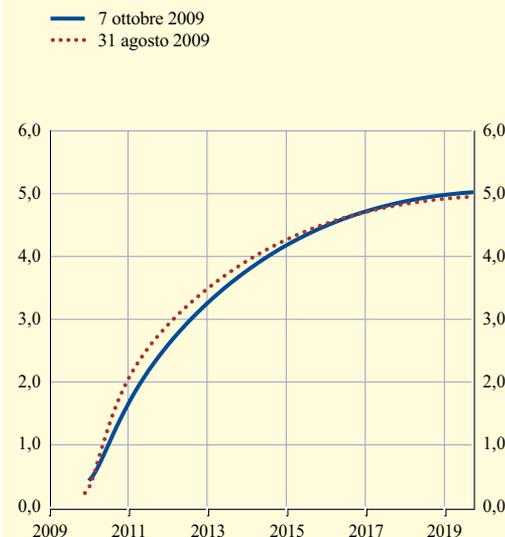
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 14 Tassi di interesse overnight impliciti a termine nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e rating di Fitch Ratings.
Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di stato con rating AAA.

aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 14). Agli inizi di ottobre la pendenza della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro è aumentata rispetto alla fine di agosto, per effetto principalmente della revisione al ribasso delle aspettative relative ai tassi di interesse nel segmento a medio termine della curva.

I differenziali delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono ulteriormente diminuiti rispetto a fine agosto, in misura maggiore per le obbligazioni finanziarie con merito di credito più basso e quelle di qualità inferiore (*speculative grade*). I differenziali per la categoria con il *rating* più elevato sono rimasti su un livello simile a quello osservato agli inizi del 2008, mentre quelli riguardanti le obbligazioni a elevato rendimento sono ritornati sui livelli registrati prima del fallimento di Lehman Brothers. Come per i corsi azionari, il protratto restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie indica un ulteriore miglioramento del clima di fiducia degli investitori e una maggiore propensione al rischio in un contesto di tassi di interesse a breve termine eccezionalmente bassi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

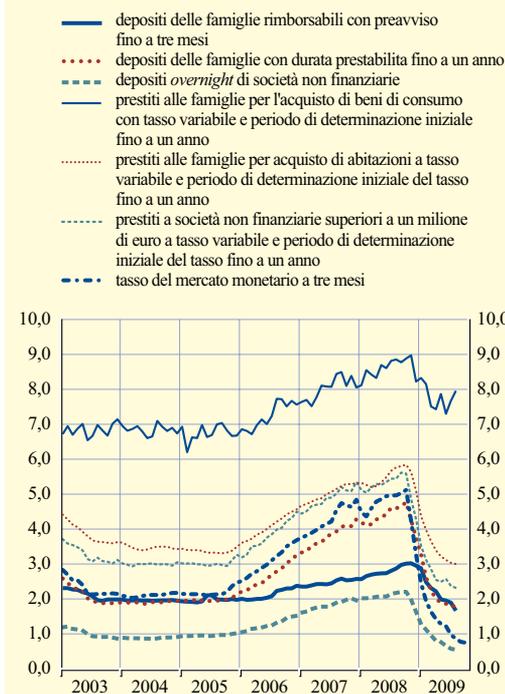
In agosto si sono registrate ulteriori diminuzioni per gran parte dei tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti e depositi di famiglie e società non finanziarie, con la notevole eccezione dei tassi a breve termine sul credito al consumo. La tendenza al ribasso osservata nei tassi di interesse delle IFM dal novembre 2008 è in linea con le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e con la flessione dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari in tale periodo, a indicazione di un grado di trasmissione sostanzialmente conforme all'esperienza passata.

In agosto i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti e depositi sono stati per la maggior parte inferiori rispetto al mese precedente, riflettendo il protrarsi della trasmissione (seppure ancora parziale) della consistente diminuzione osservata nei tassi del mercato monetario dal novembre 2008 (cfr. figura 15).

Sempre in agosto, i tassi di interesse medi delle IFM sui prestiti di piccola entità a breve termine alle società non finanziarie sono diminuiti di 15 punti base, mentre quelli sui prestiti di importo elevato a breve termine erogati a tali società sono scesi di 6 punti base. I tassi medi sugli scoperti di conto a favore delle società non finanziarie si sono ridotti di 10 punti base. Allo stesso tempo, i tassi medi sul credito al

Figura 15 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

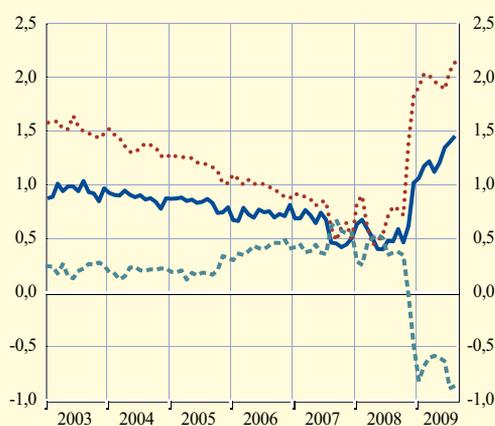


Fonte: BCE.

Figura 16 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno



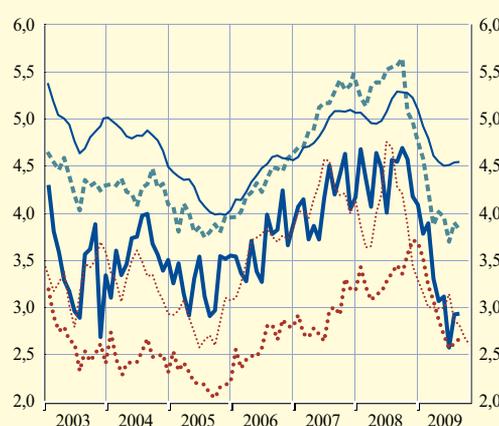
Fonte: BCE.

Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi.

Figura 17 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni
- - - - prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- rendimenti sui titoli di Stato a cinque anni



Fonte: BCE.

consumo a breve termine concesso alle famiglie sono aumentati in agosto per il secondo mese consecutivo, di ulteriori 28 punti base, mentre i tassi medi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente diminuiti. Al di là della volatilità dei tassi sul credito al consumo a breve termine, l'andamento potrebbe indicare un aumento dei premi al rischio di credito nel contesto di un peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro e dell'incertezza circa i redditi futuri.

Nel complesso, la flessione osservata nei tassi sui prestiti a breve termine in agosto ha rispecchiato sostanzialmente l'analogo andamento dei tassi del mercato monetario corrispondenti. In particolare l'Euribor a tre mesi è sceso di ulteriori 11 punti base. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e i tassi del mercato monetario a breve sono rimasti largamente invariati, ma dovrebbero scendere quando le variazioni dei tassi di mercato saranno interamente trasmesse (cfr. figura 16).

In una prospettiva di più lungo termine, i tassi di interesse applicati ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono diminuiti di 284 punti base tra ottobre 2008 e agosto 2009. I tassi corrispondenti sui prestiti di piccola e grande entità alle società non finanziarie sono scesi rispettivamente di 310 e 327 punti base, a fronte di un calo di 425 punti base dell'Euribor a tre mesi. Nel contesto dei timori circa le prospettive per i bilanci dei prenditori e dell'incertezza relativa ai redditi degli stessi e alla loro capacità di servizio del debito (fattori che innalzano i premi al rischio di credito),

le riduzioni dei tassi di riferimento si sarebbero trasmesse ai tassi su prestiti e depositi al dettaglio con un grado di inerzia sostanzialmente analogo a quello osservato in passato.

In agosto sono diminuiti tutti i tassi sui prestiti a lungo termine, sia per le famiglie che per le società non finanziarie. Ad esempio, i tassi di interesse sui prestiti di importo modesto ed elevato alle società non finanziarie sono calati rispettivamente di 9 e 7 punti base, a fronte di una flessione di 5 punti percentuali del rendimento sui titoli di Stato a cinque anni.

In una prospettiva di più lungo termine, la diminuzione osservata tra agosto 2008 e agosto 2009 nei tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui prestiti alle famiglie è stata pari alla metà circa della flessione di 160 punti base osservata per i rendimenti dei titoli di Stato nel periodo. I tassi di interesse a lungo termine sui prestiti di modesta entità alle società non finanziarie sono scesi di 126 punti base tra agosto 2008 e agosto 2009. Benché possano riflettere principalmente il tipico ritardo con cui i tassi di interesse bancari al dettaglio si adeguano alle variazioni dei tassi di mercato, questi andamenti potrebbero indicare altresì un incremento dei premi al rischio di credito. I tassi a lungo termine delle IFM su prestiti di importo elevato alle società non finanziarie hanno evidenziato invece un calo considerevole, di 174 punti base tra agosto 2008 e agosto 2009.

La redditività delle banche dell'area dell'euro dipende, tra l'altro, dai differenziali di tasso di interesse sui prestiti e depositi relativi sia alle nuove operazioni sia a quelle in essere. Entrambe queste misure sono rimaste sostanzialmente invariate tra febbraio e agosto. Questa circostanza tende a confermare che le banche hanno trasmesso le recenti riduzioni dei tassi di riferimento ai tassi su prestiti e depositi al dettaglio in misura sostanzialmente analoga.

2.6 MERCATI AZIONARI

Per gran parte del mese di settembre e agli inizi di ottobre i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno continuato ad aumentare, soprattutto per il settore non finanziario. Nel contempo, la volatilità implicita dei mercati azionari è rimasta sostanzialmente invariata. La crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi è migliorata in misura significativa per il settore non finanziario nell'area dell'euro ed è divenuta positiva per la prima volta dal novembre 2008. Nel complesso, tali andamenti sembrano rispecchiare valutazioni più favorevoli delle prospettive dell'economia. Nel considerare questi segnali generalmente positivi non si può escludere la possibilità che la domanda di attività rischiose sia stata stimolata dalle condizioni di liquidità nei mercati finanziari.

Tra la fine di agosto e il 7 ottobre i mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno sostanzialmente continuato la ripresa osservata da marzo, nonostante la correzione dell'ultima settimana di settembre. Sia i corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sia quelli degli Stati Uniti, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati del 4 per cento tra la fine di agosto e il 7 ottobre (cfr. figura 18). Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono scese del 7 per cento. Mentre i rialzi osservati nei mesi precedenti erano stati più pronunciati per le azioni del settore finanziario, il periodo in esame ha registrato incrementi significativi anche per il settore non finanziario. L'incertezza circa la dinamica a breve termine dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone (cfr. figura 19). Tale misura, seppur ritornata sui livelli osservati prima dell'acuirsi della

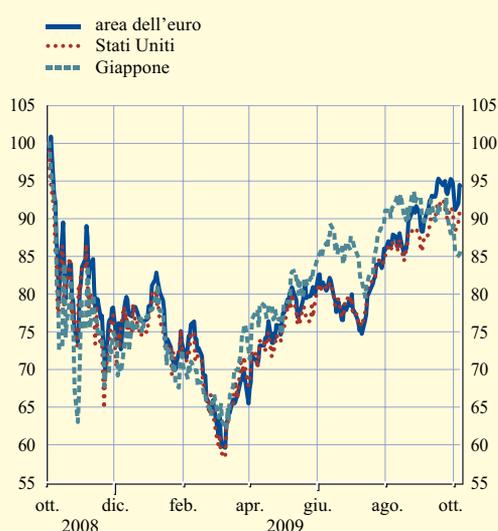
crisi finanziaria nel settembre 2008, è rimasta significativamente superiore ai valori precedenti all'inizio (metà 2007) delle turbolenze nei mercati del credito.

L'andamento dei mercati azionari dell'area dell'euro sembra riflettere un miglioramento delle aspettative sull'attività economica. Sono stati pubblicati infatti vari dati macroeconomici che gli operatori di mercato hanno considerato migliori delle attese. Inoltre, un ulteriore miglioramento del clima di fiducia degli investitori e un nuovo calo dell'avversione al rischio hanno continuato a sostenere i corsi azionari in tutti i settori. In particolare, in settembre si sono registrati aumenti significativi anche per le azioni delle società non finanziarie: nell'area dell'euro gli aumenti più marcati sono stati registrati nel settore sanitario e nell'industria (entrambi pari al 6 per cento).

In settembre, la crescita degli utili effettivi per le società quotate dell'area dell'euro è rimasta debole, mentre quella degli utili attesi è aumentata, principalmente per effetto di un significativo miglioramento delle aspettative per il settore non finanziario. Nel mese in esame, la variazione sul mese precedente degli utili effettivi per azione per le società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx si è collocata al -3,7 per cento, in rialzo dal -3,9 per cento di agosto. Quanto alle azioni del settore finanziario, l'incremento sul mese precedente degli utili per azione è diventato positivo e si è collocato allo 0,6 per cento. Si sono osservate invece marcate diminuzioni relativamente ai settori dei servizi ai consumatori e dei materiali di base (pari rispettivamente al -17,7 e -11,6 per cento). Gli analisti si attendono che gli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi aumentino dell'11,5 per cento (rispetto al 5,6 di agosto). Il considerevole miglioramento delle aspettative di crescita degli utili è principalmente riconducibile al positivo evolversi delle prospettive per le

Figura 18 Indici dei corsi azionari

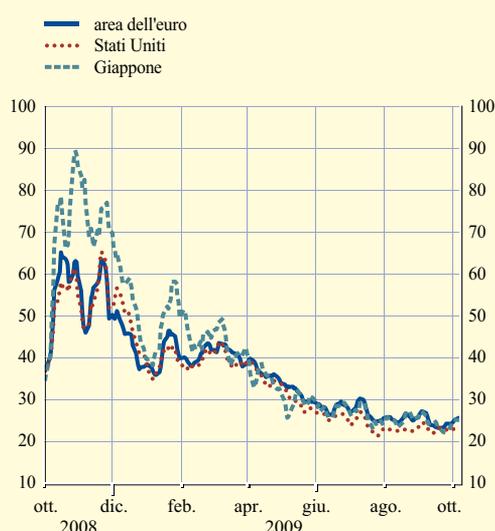
(indice: 1° ottobre 2008 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Figura 19 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.
Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

società non finanziarie (la cui crescita degli utili attesi si è collocata al 6,4 per cento, in aumento dal -0,7 per cento di agosto), soprattutto nei settori dei servizi ai consumatori, dell'industria e dei beni di consumo. Occorre notare che a settembre la crescita attesa degli utili per azione per il settore non finanziario è diventata positiva per la prima volta dal novembre 2008. Gli utili per azione del settore finanziario dovrebbero aumentare del 24,7 per cento nei prossimi 12 mesi (in aumento dal 22,1 per cento di agosto). Il rapporto utili/prezzo dell'area dell'euro ha continuato a salire in settembre, soprattutto per il settore finanziario, collocandosi al di sopra della media storica per la prima volta dal luglio 2007.

Nonostante le indicazioni positive derivanti dai dati pubblicati di recente e dagli utili attesi, non si può escludere la possibilità che il protrarsi della ripresa dei prezzi delle attività rischiose sia stata stimolata, in parte, dalla situazione della liquidità nei mercati finanziari. Il basso livello dei tassi del mercato monetario potrebbe aver indotto alcuni investitori a destinare una maggiore percentuale dei fondi a loro disposizione a classi di attività più rischiose.

Riquadro 2

I RISULTATI DELLA PRIMA EDIZIONE DELL'INDAGINE SULL'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta i risultati della prima edizione dell'Indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro¹⁾. Condotta dalla BCE di concerto con la Commissione europea tra il 17 giugno e il 23 luglio 2009, l'indagine ha riguardato 6.000 piccole e medie imprese (PMI) oltre che imprese di grandi dimensioni nell'area dell'euro²⁾. Essa offre riscontri delle modifiche nelle condizioni di finanziamento delle PMI e delle grandi imprese dell'area rispetto ai sei mesi precedenti (che corrispondono sostanzialmente alla prima metà del 2009). Trattandosi di una prima edizione, i risultati descritti di seguito vanno interpretati con prudenza.

La situazione finanziaria delle PMI dell'area dell'euro nella prima metà del 2009

Una percentuale netta³⁾ corrispondente a circa un quarto (27 per cento) delle PMI dell'area che hanno partecipato all'Indagine segnala un calo del fatturato nella prima metà del 2009 (cfr. figura A), mentre il dato indicato dalle grandi imprese appare meno negativo (15 per cento). Allo stesso tempo, su base netta, il 23 per cento delle PMI riferisce un aumento del costo del lavoro e il 25 per cento una crescita di altri costi (ad esempio, materiali ed energia). Tali andamenti hanno influito negativamente sugli utili d'impresa (risultato netto dopo le imposte). Di fatto, su base netta, il 38 per cento delle PMI e una percentuale lievemente inferiore delle grandi imprese (33 per cento) segnalano un calo degli utili nel semestre considerato. Sembra pertanto che, nel periodo in esame, le PMI siano state quelle ad avere maggiormente risentito del rallentamento economico.

I risultati dell'indagine confermano la debolezza della domanda complessiva nella prima metà del 2009. In tale periodo il problema più urgente per le PMI dell'area è stato di fatto quello di "trovare clienti" (il 27 per cento degli intervistati ha scelto tale risposta), seguito da: "accesso al credito" (17

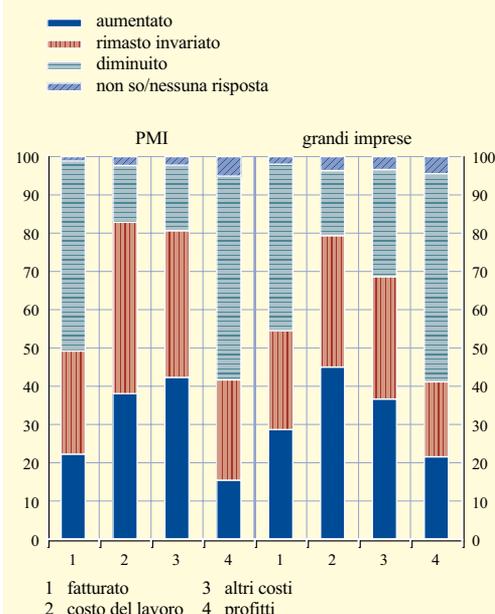
1) Cfr. Banca centrale europea (2009), *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area*, settembre.

2) Per PMI si intende l'insieme delle micro (1-9 dipendenti), piccole (10-49 dipendenti) e medie (50-249 dipendenti) imprese. Per grandi imprese si intendono le imprese con almeno 250 dipendenti.

3) La percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento (calo) viene calcolata come la differenza tra la percentuale di imprese che hanno menzionato un "aumento" ("calo") e quella delle imprese che hanno indicato un "calo" ("aumento").

Figura A Indicatori della situazione finanziaria delle imprese dell'area dell'euro: variazioni rispetto ai sei mesi precedenti

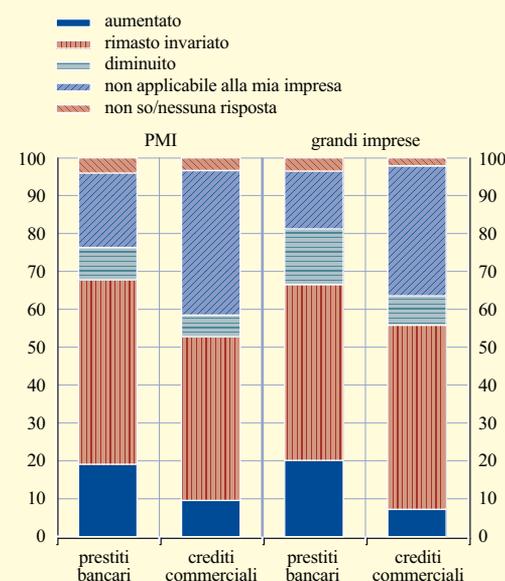
(percentuali di intervistati)



Fonti: BCE e indagini della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle PMI.

Figura B Fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese dell'area dell'euro: variazioni rispetto ai sei mesi precedenti

(percentuali di intervistati)



Fonti: BCE e indagini della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle PMI.

per cento delle PMI, in particolare le più piccole; “concorrenza” (14 per cento); “costi di produzione”, in particolare del lavoro (9 per cento); “scarsità di lavoratori qualificati” (9 per cento).

Il fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI dell'area dell'euro nella prima metà del 2009

Quasi la metà degli intervistati (49 per cento delle PMI e 46 per cento delle grandi imprese) ha risposto che il proprio fabbisogno di prestiti bancari era rimasto invariato nella prima metà del 2009 (cfr. figura B). Allo stesso tempo, tra le PMI, la percentuale che ne ha segnalato un aumento è stata lievemente superiore a quella che ne ha riferito un calo. Di conseguenza, la quota netta di PMI che hanno citato un maggiore fabbisogno di prestiti bancari è stata pari all'11 per cento (contro il 5 per cento riferito alle grandi imprese). Per quanto concerne il fabbisogno di crediti commerciali, il 4 per cento netto delle PMI ne ha segnalato un aumento (zero per cento per le grandi imprese).

Gli investimenti fissi sono stati considerati il fattore più importante alla base del maggiore fabbisogno di finanziamento esterno nei sei mesi precedenti. Su base netta, l'8 per cento delle PMI e il 9 per cento delle grandi imprese li ha ritenuti all'origine dell'accresciuta necessità di fondi esterni. Anche il fabbisogno di finanziamento esterno per scorte e capitale circolante sembra essere lievemente aumentato.

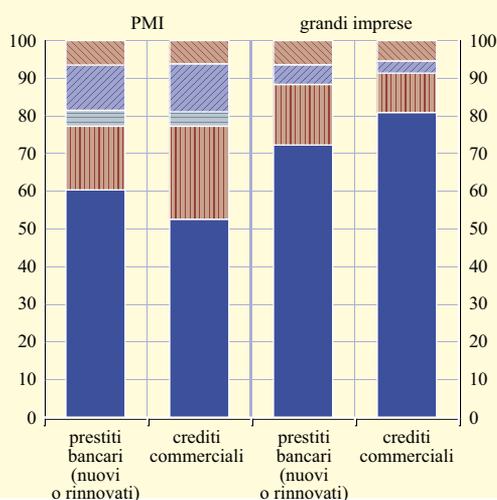
Richieste di finanziamento esterno

Nella prima metà del 2009 una minoranza di intervistati (28 per cento delle PMI e 34 per cento delle grandi imprese) ha risposto di avere richiesto finanziamenti bancari, vale a dire nuovi prestiti

Figura C Esito delle richieste di finanziamento esterno da parte delle imprese dell'area dell'euro nei sei mesi precedenti

(percentuali di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)

- richiesto e ottenuto per intero
- richiesto ma ottenuto solo in parte
- richiesto ma rifiutato a causa del costo troppo elevato
- richiesto ma non accordato
- non so/nessuna risposta

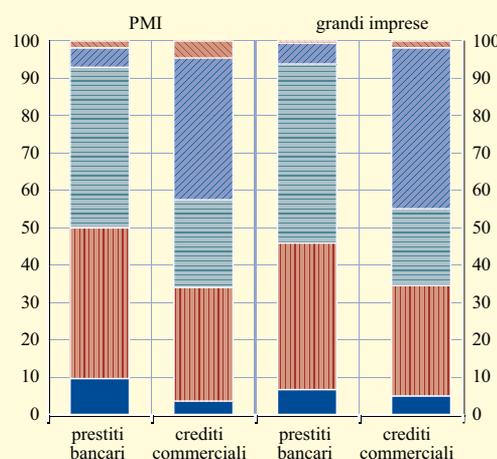


Fonti: BCE e indagine della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle PMI.

Figura D Disponibilità di finanziamento esterno per le imprese dell'area dell'euro: variazioni rispetto ai sei mesi precedenti

(percentuali di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)

- accresciuta
- rimasta invariata
- ridotta
- non applicabile alla mia impresa
- non so/nessuna risposta



Fonti: BCE e indagine della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle PMI.

o rinnovi di prestiti esistenti. La decisione di non richiedere un prestito è stata principalmente riconducibile alla sufficiente disponibilità di fondi interni (37 e 38 per cento, rispettivamente, delle PMI e delle grandi imprese). Solo il 5 per cento delle PMI ha dichiarato di non avere presentato richieste in tal senso nella convinzione che potessero essere respinte.

Delle PMI che si sono rivolte alle banche nella prima metà del 2009, il 77 per cento ha dichiarato di avere ricevuto almeno una parte dell'importo richiesto (cfr. figura C) e il 12 per cento di non avere ottenuto il prestito. A dimensioni e anzianità maggiore dell'impresa corrisponde una più elevata probabilità di successo: ad esempio, solo il 5 per cento delle grandi imprese si è visto rifiutare un finanziamento. Per il credito al commercio e altre forme di finanziamento esterno si delinea un quadro sostanzialmente simile: la maggioranza delle imprese che hanno fatto ricorso a questi canali nella prima metà del 2009 ha ricevuto l'intero importo richiesto.

Disponibilità di fonti di finanziamento esterne per le PMI dell'area dell'euro nella prima metà del 2009

Alle imprese che nella prima metà del 2009 avevano richiesto una qualche forma di finanziamento esterno è stato anche domandato se in tale periodo la disponibilità delle varie fonti fosse migliorata o peggiorata. Su base netta, la percentuale di intervistati in tale categoria che ha segnalato un deterioramento della disponibilità di prestiti bancari (sia nuovi sia rinnovi) nel primo semestre di quest'anno (cfr. figura D) è stata pari al 33 per cento per le PMI e più elevata (41 per cento) per le grandi imprese. Per quanto riguarda invece il credito al commercio, la percentua-

le che ne ha rilevato un peggioramento è stata lievemente superiore per le PMI (20 per cento) rispetto a quella relativa alle grandi imprese (15 per cento).

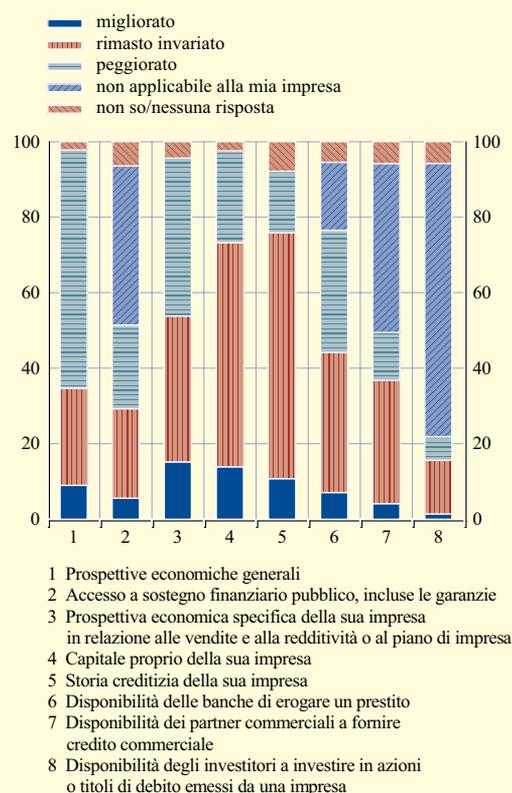
La disponibilità di fonti di finanziamento esterno dipende da fattori quali le prospettive economiche generali, la situazione specifica delle singole imprese e l'atteggiamento dei prestatori. Su base netta, una quota consistente delle PMI dell'area dell'euro (54 per cento) ritiene che le prospettive economiche generali abbiano influito negativamente sulla disponibilità di finanziamento, mentre una percentuale inferiore (27 per cento) considera che la propria situazione specifica sia peggiorata nella prima metà del 2009 (cfr. figura E). Inoltre, sempre su base netta, il 10 per cento delle PMI segnala un deterioramento della propria situazione patrimoniale e il 6 per cento dei propri precedenti creditizi. Ciò indica complessivamente che, nel semestre considerato, la situazione economica generale ha costituito la determinante principale del peggioramento nella disponibilità di finanziamenti. Per quanto riguarda l'effetto di fattori dal lato dell'offerta sulla disponibilità di fonti di finanziamento esterno, su base netta, il 25 per cento delle PMI ha riferito che la disponibilità delle banche a erogare prestiti era diminuita nei sei mesi precedenti e il 37 per cento ha ritenuto che fosse rimasta invariata. La percentuale netta di partecipanti all'indagine che hanno segnalato un deterioramento risulta maggiore tra le imprese più piccole. Anche la disponibilità dei partner commerciali a fornire credito al commercio o investire in capitale azionario o titoli di debito è stata considerata in calo, seppur meno pronunciato rispetto a quella delle banche.

Termini e condizioni dei prestiti bancari

Per quanto concerne i termini e le condizioni dei prestiti bancari, su base netta, il 5 per cento delle PMI ha segnalato un aumento del livello dei tassi di interesse nella prima metà del 2009. I termini e le condizioni diverse dai tassi di interesse avrebbero svolto un ruolo più importante nel deterioramento della disponibilità di fonti di finanziamento esterno. La percentuale netta di PMI che hanno riferito un aumento dei costi di finanziamento diversi dai tassi di interesse (ad esempio oneri, commissioni e provvigioni) è stata molto superiore (33 per cento) a quella di PMI che hanno indicato un aumento dei tassi. Inoltre, una percentuale netta considerevole di PMI ha citato un aumento delle richieste di garanzie (32 per cento) e di altri termini e condizioni diverse dal prezzo, ad esempio particolari clausole contrattuali e requisiti di informazione (32 per cento).

Figura E Fattori che hanno un impatto sulla disponibilità di finanziamento per le PMI dell'area dell'euro: variazioni rispetto ai sei mesi precedenti

(percentuali di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)



Fonti: BCE e indagini della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle PMI.

Una quota netta inferiore di PMI ha segnalato un calo di dimensione dei prestiti o delle linee di credito disponibili (5 per cento) ovvero un accorciamento della scadenza dei finanziamenti offerti (2 per cento). Allo stesso tempo, gran parte delle imprese ha dichiarato che i termini e le condizioni diverse dal prezzo non erano mutati nella prima metà del 2009.

Aspettative per l'accesso ai finanziamenti

In prospettiva, per la seconda metà del 2009 la maggioranza delle PMI si attende condizioni inalterate di accesso a varie fonti di finanziamento (quali i prestiti bancari e il credito al commercio). Inoltre, la percentuale di imprese che prevede un deterioramento di tali condizioni è solo lievemente superiore a quella che prefigura un miglioramento. Ad esempio, su base netta, il 2 per cento delle PMI prevede una minore disponibilità di finanziamento interno e il 4 per cento una ridotta accessibilità dei prestiti bancari. Le grandi imprese manifestano invece un ottimismo lievemente maggiore quanto al loro accesso al finanziamento nel secondo semestre di quest'anno. Per quanto concerne le prospettive di crescita nei prossimi due o tre anni, le PMI si attendono che il loro fatturato registri una crescita media complessivamente inferiore a quella dei tre anni precedenti. Nel contempo, quasi il 40 per cento delle PMI non prevede ostacoli all'ottenimento dei fondi per finanziare le loro aspirazioni di crescita a medio termine.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in settembre l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si sarebbe collocata a -0,3 per cento, da -0,2 in agosto. Questi tassi di inflazione negativi sono in linea con le precedenti aspettative e riflettono in larga misura effetti base derivanti dalle variazioni dei prezzi mondiali delle materie prime registrate un anno fa. Anche a causa di tali effetti, l'inflazione dovrebbe tornare nuovamente positiva nei prossimi mesi. Su orizzonti più lunghi, ci si attende che l'inflazione rimanga in positivo, mentre i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto a seguito del ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini. I rischi per le prospettive di inflazione permangono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione misurata sullo IAPC sarebbe scesa a -0,3 per cento, da -0,2 in agosto (cfr. tavola 4), risultando lievemente inferiore a quanto anticipato. Sebbene non siano ancora stati diffusi i dati disaggregati di tale stima, le evidenze disponibili suggeriscono che il calo di settembre è stato determinato principalmente da un rallentamento più forte di quanto atteso dei prezzi dei beni energetici.

La scomposizione dei dati di agosto indica che l'incremento dell'inflazione complessiva, da -0,7 per cento in luglio, è stato quasi interamente determinato da un'accelerazione dei prezzi dei beni energetici, la cui variazione tendenziale è aumentata da -14,4 per cento in luglio a -10,2 in agosto. Più della metà di tale accelerazione è di ascrivibile ad un forte effetto base connesso all'andamento dei corsi petroliferi nel 2008. Per il resto, l'accelerazione è riconducibile a un incremento sul mese precedente della dinamica dei prezzi dei beni energetici, che ha rispecchiato principalmente quello delle quotazioni dei carburanti liquidi per il trasporto e il riscaldamento. Per contro, la crescita sui 12 mesi dei prezzi di elettricità e gas ha continuato a diminuire, in quanto questi prezzi seguono con ritardo l'andamento dei corsi petroliferi.

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2009 apr.	2009 mag.	2009 giu.	2009 lug.	2009 ago.	2009 set.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	3,3	0,6	0,0	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3
Beni energetici	2,6	10,3	-8,8	-11,6	-11,7	-14,4	-10,2	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	1,6	0,7	0,0	-1,1	-1,2	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	1,2	1,0	1,1	0,8	0,6	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,5	0,6	.
Servizi	2,5	2,6	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	6,1	-4,8	-5,9	-6,5	-8,4	-7,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	39,0	42,8	49,5	46,5	51,1	46,9
Prezzi delle materie prime non energetiche	7,5	2,0	-25,4	-24,5	-23,5	-22,8	-16,2	-16,7

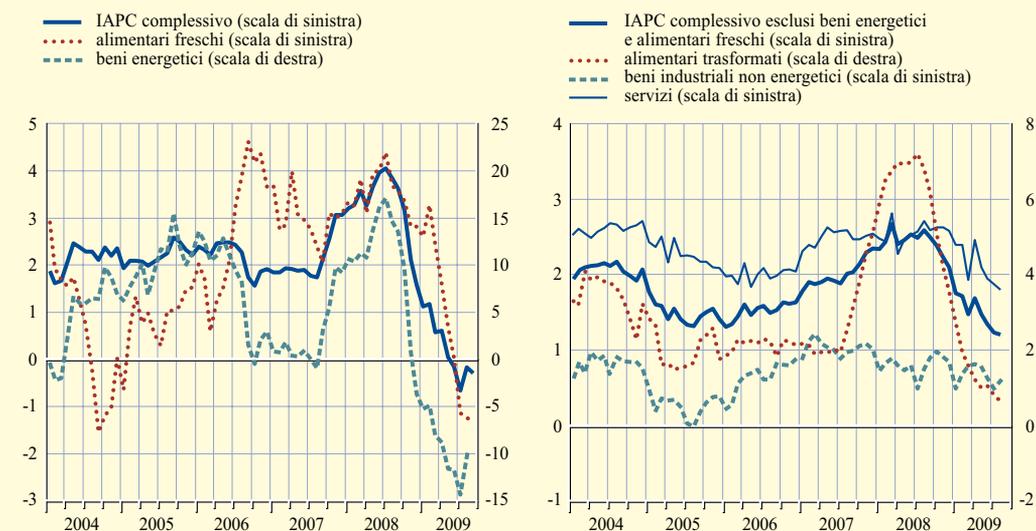
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche è ponderato in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

1) Il dato sullo IAPC di settembre 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 20 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Le restanti componenti dell'indice non hanno registrato brusche variazioni in agosto. La crescita sui 12 mesi dei prezzi degli alimentari freschi è diminuita lievemente a -1,2 per cento, da -1,1 in luglio. Nel complesso, la dinamica di questi prezzi si è notevolmente attenuata rispetto ai valori massimi raggiunti a metà del 2008, anche per il protratto rallentamento dei prezzi della carne, in seguito all'inversione dello shock sui corsi mondiali degli alimentari. Fra luglio e agosto la variazione annuale dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita dallo 0,8 allo 0,6 per cento, il tasso più basso dal 1999. Questo valore minimo è stato determinato prevalentemente dall'ulteriore rallentamento dei prezzi di cereali, prodotti caseari e oli, la cui crescita si sta progressivamente attenuando dopo i livelli elevati raggiunti lo scorso anno.

La dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici è aumentata leggermente in agosto allo 0,6 per cento, dallo 0,5 di luglio. Questa lieve accelerazione è stata determinata soprattutto dalla componente abbigliamento ed è connessa all'andamento dei ribassi stagionali. Nel complesso, lo scorso anno l'inflazione di questi beni ha seguito un andamento lievemente flettente, sospinto principalmente dalla dinamica dei prezzi dei beni durevoli, in particolare le autovetture, e in misura minore da quella dei beni semidurevoli, rispecchiando soprattutto l'andamento dei prezzi di vestiario e calzature.

Fra luglio e agosto l'inflazione nei servizi è scesa ulteriormente all'1,8 per cento dall'1,9, prevalentemente per effetto di una decelerazione dei prezzi dei servizi connessi alle vacanze (come ristoranti, servizi alberghieri e trasporti aerei). Al calo di queste componenti dei servizi hanno contribuito la debole domanda di consumi e gli effetti ritardati dei precedenti cali delle quotazioni delle materie prime.

In agosto l'inflazione al netto di tutte le voci alimentari ed energetiche è rimasta stabile all'1,3 per cento, riflettendo le variazioni di segno opposto dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi, la cui dinamica è approfondita nel riquadro 3.

Riquadro 3

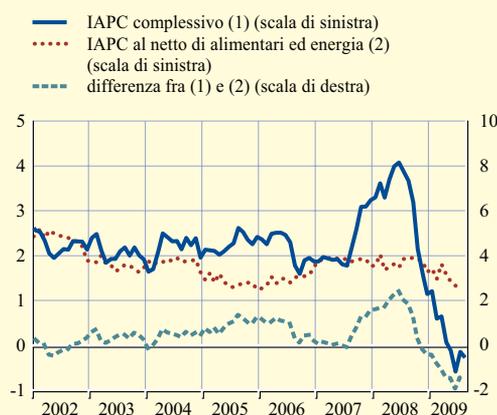
RECENTE EVOLUZIONE DELLO IAPC AL NETTO DEI BENI ALIMENTARI ED ENERGETICI

La volatilità osservata di recente nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è imputabile per la maggior parte all'andamento delle componenti dei prodotti alimentari (freschi e trasformati) e dei beni energetici, che risentono in misura considerevole dei fattori esterni. Al contrario, l'andamento dello IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, che rappresenta circa il 70 per cento dell'indice complessivo in termini di ponderazione, ha mostrato un grado di volatilità nettamente inferiore. Ciò riflette una dinamica piuttosto contenuta dei prezzi di due componenti, beni industriali non energetici e servizi, determinata in prevalenza da fattori connessi ai fondamentali economici. In questa fase è particolarmente significativo esaminare le componenti meno volatili dello IAPC al fine di analizzare le determinanti dell'inflazione.

Il differenziale negativo tra la variazione sui dodici mesi dello IAPC complessivo e quello dello IAPC al netto di beni alimentari ed energetici è gradualmente aumentato dagli inizi del 2009, collocandosi in luglio a quasi -2 punti percentuali (cfr. figura A). Questo dato senza precedenti è attribuibile all'andamento insolitamente vivace della componente alimentare ed energetica dello IAPC a partire dalla metà del 2007¹⁾. Sebbene l'inflazione complessiva sia stata negativa nell'estate del 2009 e ci si attenda che ritorni positiva nei prossimi mesi, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici tende a diminuire dalla metà del 2008 e non mostra segnali di inversione nel breve periodo.

Figura A IAPC complessivo e al netto di alimentari ed energia

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

La dinamica dei prezzi delle due componenti meno volatili dello IAPC (beni industriali non energetici e servizi) è riconducibile in larga misura agli stessi fondamentali economici. Mentre i fattori esterni esercitano un'influenza contenuta, quelli interni (come salari e margini di profitto) svolgono un ruolo dominante nel determinare l'andamento dei prezzi applicati a beni di consumo non alimentari e non energetici. La dinamica salariale dipende in genere dalle condizioni del mercato del lavoro, dalla produttività e dall'inflazione passata e attesa. Nel contempo, fattori quali la domanda interna e la concorrenza costituiscono le determinanti essenziali dei margini di profitto.

Dal lato esterno, l'andamento dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici risente sia della trasmissione delle variazioni dei prezzi degli input di importazione lungo la catena di produzione interna, sia dei prezzi dei beni e servizi importati direttamente per consumi finali. A questo riguardo, la complessiva moderazione dei prezzi delle materie prime, la riduzione dell'in-

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti di alcune misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

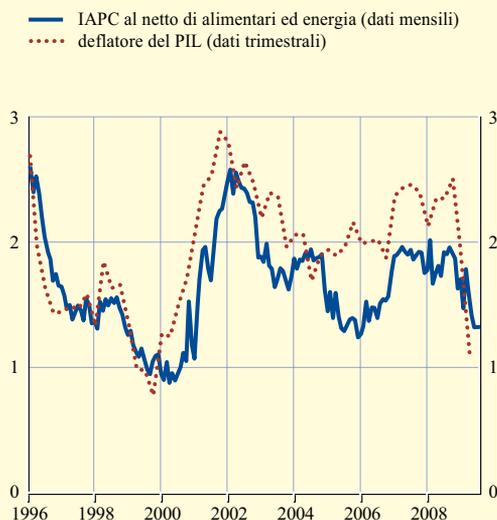
flazione mondiale e il recente rafforzamento dell'euro hanno diminuito le pressioni esterne sui prezzi e pertanto esercitano un effetto frenante sull'evoluzione di quelli dei beni di consumo non alimentari e non energetici. Oltre all'impatto dei fattori esterni, la moderazione dell'inflazione armonizzata al netto della componente alimentare ed energetica in atto dalla metà del 2008 è da ricondurre prevalentemente all'attenuazione delle pressioni esercitate dalla domanda interna. Ciò è dimostrato dalla stretta relazione con l'andamento del tasso di crescita tendenziale del deflatore del PIL, che è un indicatore sintetico della dinamica del costo del lavoro e dei profitti per unità di prodotto (cfr. figura B).

Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL ha raggiunto un massimo del 2,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2008 ed è significativamente diminuito all'1,1 per cento nel secondo trimestre del 2009. L'andamento è ascrivibile quasi interamente alla marcata flessione del contributo dei profitti per unità di prodotto alla crescita dell'indice, che è diventato negativo nel primo trimestre del 2009 (cfr. figura C) per effetto del brusco calo della domanda interna. Al contrario, il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasto particolarmente elevato nello stesso periodo, in parte per effetto dei vari accordi salariali stipulati prima del peggioramento delle condizioni economiche nel 2008. L'andamento ha rispecchiato inoltre un significativo calo della produttività in quanto l'occupazione ha reagito con ritardo alla flessione del PIL. Tuttavia, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto ha iniziato a flettere nel secondo trimestre del 2009 in seguito a una diminuzione più contenuta della crescita della produttività e a un rallentamento dei redditi per occupato.

La recente evoluzione dei margini di profitto rispecchia il debole contesto economico, caratterizzato da un considerevole eccesso di capacità produttiva e da una modesta domanda di consumi. Gli shock al ribasso sulla domanda sono infatti un fattore importante nella decisione di conteni-

Figura B Il deflatore del PIL e lo IAPC al netto di alimentari ed energia

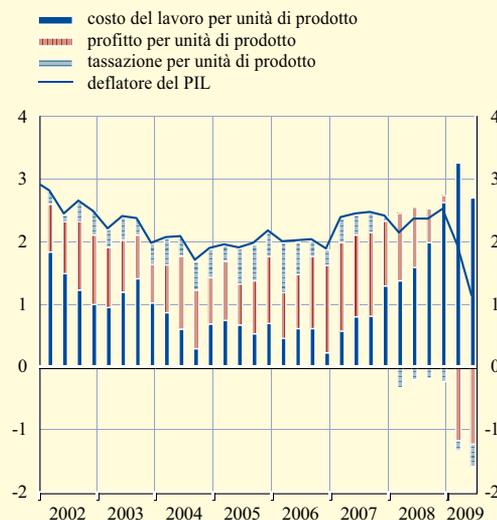
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Figura C Scomposizione del deflatore del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

mento dei prezzi²⁾. Ciò è in linea con la netta decelerazione sui dodici mesi dei prezzi delle voci dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici osservata in gran parte del 2009, rispetto alla decelerazione media dei prezzi degli ultimi dieci anni (cfr. figura D). Questo significa che diverse voci dello IAPC (ad esempio autovetture e trasporto passeggeri per via aerea) hanno registrato tassi di incremento tendenziale negativi per vari mesi consecutivi, circostanza che non si è verificata spesso in passato.

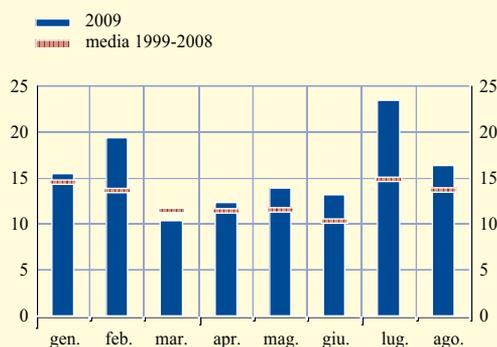
L'attuale diminuzione dei prezzi delle autovetture, rilevata dallo IAPC, è imputabile principalmente alla debole domanda interna e alla forte concorrenza. Nel caso dei prezzi del trasporto aereo, fattori interni ed esterni esercitano un effetto combinato. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prezzi del trasporto passeggeri per via aerea nello IAPC ha subito un marcato calo dalla metà del 2008, portandosi su valori negativi nel marzo 2009. Nella seconda metà del 2008 questo andamento è stato indotto principalmente dalla contrazione dei corsi petroliferi, che si sarebbe trasmessa ai prezzi al consumo con ritardo. Più di recente, tuttavia, è probabile che la debolezza della domanda abbia svolto un ruolo importante, incidendo in particolare sui prezzi dei servizi connessi alle vacanze, in un contesto estremamente concorrenziale.

In prospettiva, gli andamenti attesi per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto della componente alimentare ed energetica sembrano suggerire il perdurare della sua lieve tendenza al ribasso, la cui portata e durata dipenderanno essenzialmente dai tempi e dal vigore della ripresa. Nell'attuale contesto, infatti, dovrebbero persistere le pressioni al ribasso sull'inflazione derivanti dai fattori interni. In particolare, considerato il peggioramento dei mercati del lavoro, la modesta dinamica salariale dovrebbe ridurre le pressioni sui costi. Ciò suggerisce che l'incremento atteso dell'inflazione armonizzata, generato da vigorosi effetti base, ridurrà probabilmente il differenziale tra l'inflazione complessiva e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici.

2) Cfr. l'articolo *Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 di questo Bollettino.

Figura D Quota delle componenti dello IAPC al netto di alimentari ed energia aventi variazioni percentuali sui dodici mesi negative

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

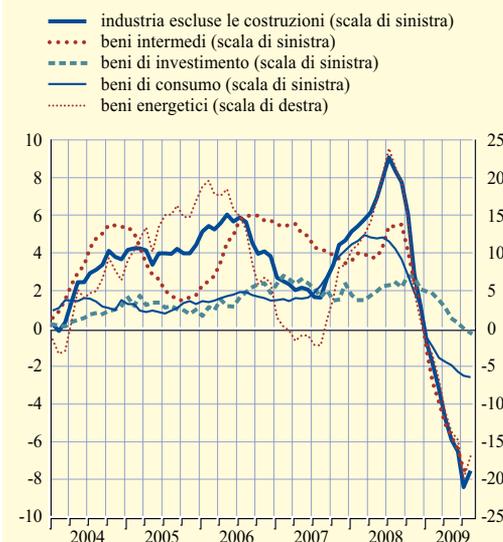
Nota: per il calcolo delle quote sono stati usati i termini di ponderazione della spesa delle componenti dello IAPC con l'esclusione di alimentari ed energia.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono rimaste molto contenute. Tuttavia, il tasso di crescita annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salito in agosto a -7,5 per cento, da -8,4 in luglio. Tale accelerazione è stata determinata in larga misura dalla componente energetica, a causa di effetti base positivi e dei rincari dei beni energetici in agosto. Di conseguenza, la dinamica della componente energetica è salita in agosto a -16,9 per cento, da -19,9 in luglio. Nello stesso periodo la variazione sui 12 mesi dei prezzi alla produzione,

Figura 21 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

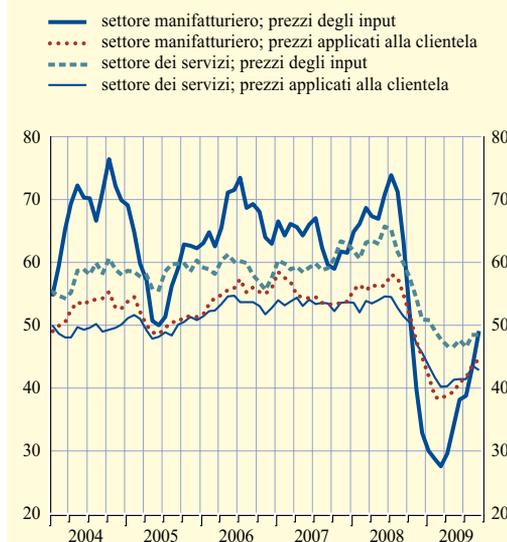
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 22 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

al netto dei beni energetici e delle costruzioni, è calata ancora lievemente da -4,1 a -4,2 per cento, considerando che le voci di questa componente hanno fornito un quadro contrastante. La variazione tendenziale dei prezzi dei beni intermedi è aumentata lievemente da -7,5 per cento in luglio a -7,4 in agosto per effetto dei rincari delle materie prime industriali. Per contro, agli stadi successivi della catena produttiva la dinamica dei prezzi dei beni di investimento e di quelli di consumo è calata ulteriormente in agosto, rispettivamente a -0,2 e -2,6 per cento (cfr. figura 21).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano inoltre che le pressioni al ribasso sui prezzi stanno rallentando (cfr. figura 22). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), quelli dei prezzi degli input e dei prezzi di vendita sono aumentati in settembre nel settore manifatturiero, segnalando un'attenuazione delle spinte al ribasso sui prezzi. Per contro, nel settore dei servizi gli indici sono calati lievemente rispetto al mese precedente, probabilmente per effetto dell'accresciuta concorrenza. Gli indici di entrambi i settori segnalano anche l'esistenza di spinte al ribasso sui prezzi rispetto al mese precedente, in quanto sono rimasti al di sotto di 50.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

La crescita del costo del lavoro, che aveva toccato il valore massimo alla fine del 2008, ha continuato complessivamente ad attenuarsi nel secondo trimestre 2009 per effetto sia del rallentamento dei salari sia della riduzione delle ore lavorate. Gli andamenti di queste due variabili hanno determinato alcune differenze nelle dinamiche tendenziali delle retribuzioni contrattuali, dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro (cfr. figura 23 e tavola 5).

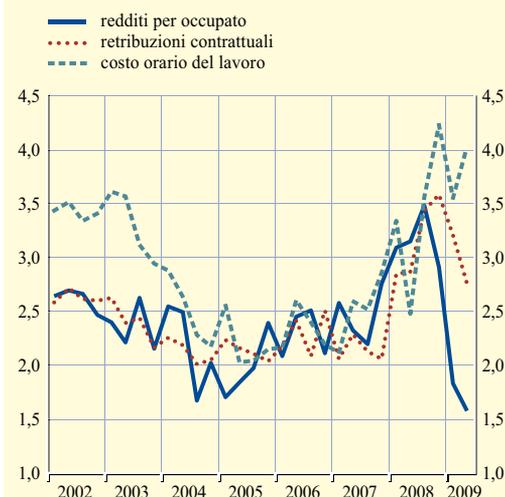
La dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è scesa al 2,8 per cento nel secondo trimestre del 2009, dal 3,2 del precedente. È probabile che questa flessione rifletta il minore potere di contrattazione dei lavoratori in seguito al brusco rallentamento delle attività, all'incremento della disoccupazione e al calo accentuato dell'inflazione. Questo indicatore, che coglie gli aumenti salariali attraverso i contratti collettivi, tende a rispondere in ritardo alle variazioni delle condizioni economiche. Di fatto, la dinamica tendenziale delle retribuzioni contrattuali nel secondo trimestre è superiore a quella osservata in ciascuno dei trimestri dal 1997 al 2007. Le informazioni disponibili segnalano che queste potrebbero aver rallentato ulteriormente all'inizio del terzo trimestre del 2009.

Fra il primo e il secondo trimestre del 2009 il tasso di variazione dei redditi per occupato è sceso ulteriormente, dall'1,8 all'1,6 per cento. Questa decelerazione è stata generalizzata nell'area dell'euro. L'ulteriore attenuazione della dinamica dell'indicatore ha rispecchiato il rallentamento dei salari, il calo delle ore di lavoro e la diminuzione degli elementi flessibili di remunerazione. Nel secondo trimestre il tasso di incremento dei redditi per occupato ha toccato il livello minimo dall'inizio dell'unione monetaria, l'1,6 per cento, circa 1 punto percentuale al di sotto del suo valore medio dal 1999. La scomposizione settoriale indica che il rallentamento della crescita dei redditi per occupato nel secondo trimestre è stato determinato principalmente dal loro andamento nei comparti dell'industria (al netto delle costruzioni) e dei servizi non di mercato. Nell'industria la dinamica di questo indicatore è divenuta negativa, mentre nei servizi di mercato è aumentata dopo aver toccato il livello minimo nel primo trimestre (cfr. figura 24).

Nel secondo trimestre del 2009 il tasso di variazione del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è rimasto elevato al 4,0 per cento, con un lieve incremento rispetto al tasso più contenuto registrato nel primo trimestre. La persistente e sostenuta crescita del costo orario del lavoro scaturirebbe ancora dagli effetti delle varie misure adottate al fine di ridurre le ore lavorate per addetto in diversi paesi dell'area, in quanto tale riduzione spesso determina un decremento meno che proporzionale

Figura 23 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

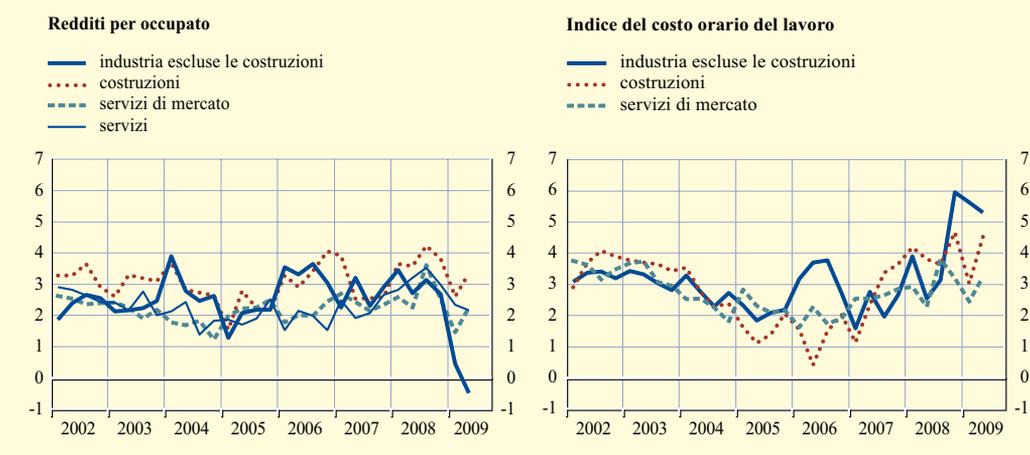
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,1	3,2	2,9	3,4	3,6	3,2	2,8
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	3,4	2,5	3,6	4,2	3,6	4,0
Redditi per occupato	2,5	3,2	3,1	3,5	2,9	1,8	1,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,0	-0,1	0,3	0,0	-1,7	-3,7	-3,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,5	3,2	2,8	3,5	4,6	5,8	4,8

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

della remunerazione del lavoro¹⁾. Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di tali misure, nel secondo trimestre del 2009 il costo orario del lavoro è aumentato maggiormente in questo settore, al 5,3 per cento in termini tendenziali, a fronte del 4,5 nelle costruzioni e del 3,2 nei servizi. Inoltre, il fatto che Pasqua 2009 sia caduta nel secondo trimestre dell'anno (mentre nel 2008 era stata nel primo) ha comportato anche una riduzione delle ore lavorate sul periodo corrispondente, imprimendo un'accelerazione al costo orario del lavoro nel secondo trimestre.

Nel secondo trimestre del 2009 la crescita annuale della produttività in termini di prodotto per occupato si è contratta in misura più contenuta (-3,1 per cento) rispetto al primo trimestre (-3,7). Questa minore flessione, insieme al rallentamento dei redditi per occupato, ha contribuito ad attenuare leggermente la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, scesa dal 5,8 al 4,8 per cento fra il primo e il secondo trimestre. Tale dinamica, tuttavia, rimane particolarmente elevata, visto che dall'inizio dell'unione monetaria il suo valore medio è pari all'1,8 per cento.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve termine le prospettive per l'inflazione continueranno a essere caratterizzate prevalentemente da effetti base connessi agli andamenti dei prezzi dei beni energetici nel 2008. Anche a causa di tali effetti, l'inflazione dovrebbe tornare positiva nei prossimi mesi. Su orizzonti più lunghi ci si attende che l'inflazione rimanga positiva, mentre i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto, a seguito del perdurante ristagno della domanda nell'area dell'euro e al di fuori dei suoi confini.

I rischi per queste prospettive sono sostanzialmente bilanciati. Essi sono connessi in particolare alle prospettive per l'attività economica e alle quotazioni delle materie prime. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero essere più vigorosi di quanto attualmente previsto perché nei prossimi anni sarà necessario introdurre misure di risanamento nel quadro delle politiche di bilancio.

1) Cfr. anche il riquadro *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica*, nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo i tassi di crescita fortemente negativi osservati a cavallo tra il 2008 e il 2009, l'attività economica nell'area dell'euro ha registrato solo un lieve indebolimento nel secondo trimestre di quest'anno. Gli indicatori disponibili derivanti da inchieste congiunturali continuano a segnalare il perdurare della fase di stabilizzazione. In particolare, l'area dovrebbe beneficiare di una ripresa delle esportazioni, del significativo stimolo macroeconomico in atto nonché delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Inoltre, dopo gli ampi contributi negativi nella prima metà del 2009, nella seconda metà dell'anno il ciclo delle scorte dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali. Nel complesso, ci si attende che la ripresa sia piuttosto disomogenea: nel breve periodo essa sarà sostenuta da numerosi fattori temporanei, ma nel medio periodo potrebbe essere influenzata dal processo di correzione di bilancio in atto nei settori finanziari e non finanziari dell'economia sia all'interno che all'esterno dell'area. I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente bilanciati. Tuttavia, il livello di incertezza resta elevato e la persistente volatilità dei nuovi dati richiede cautela nell'interpretazione delle informazioni disponibili.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Il ritmo della contrazione dell'attività nell'area dell'euro ha mostrato una notevole diminuzione nel secondo trimestre del 2009. In base alla seconda stima dell'Eurostat, pubblicata il 7 ottobre, il PIL dell'area si è ridotto in termini reali dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, dopo un calo del 2,5 per cento nel primo trimestre (cfr. figura 25).

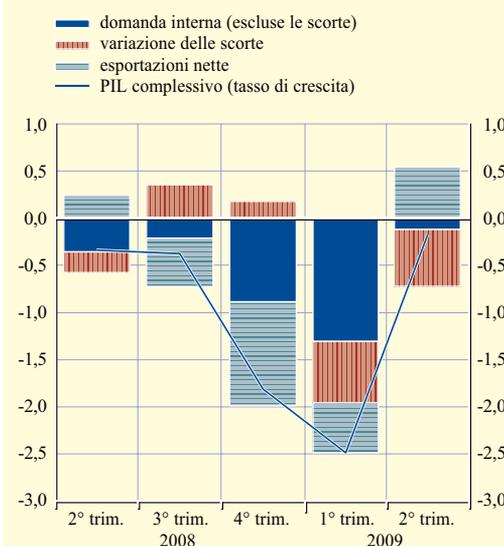
La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la diminuzione del PIL in termini reali nel secondo trimestre è riconducibile all'ampio contributo negativo fornito dalle scorte e a quello lievemente negativo della domanda interna, che è stato ampiamente compensato da un contributo positivo netto del commercio. Il dato relativo al secondo trimestre segna il primo miglioramento nella crescita trimestrale del PIL dell'area dell'euro dall'inizio del 2008 e conferma la tesi secondo cui l'attività economica nell'area si è tendenzialmente stabilizzata in primavera, dopo i cali registrati nei tre trimestri precedenti.

Nel secondo trimestre del 2009 la crescita dei consumi privati è stata appena positiva dopo la netta contrazione dei due trimestri precedenti: in base alla seconda stima dell'Eurostat, i consumi privati sono cresciuti dello 0,1 per cento sul periodo precedente.

Gli indicatori delle indagini continuano a segnalare un miglioramento della fiducia dei consumatori nell'area dell'euro, che è infatti aumentata in settembre per il sesto mese consecutivo (cfr. figura 26). Ciò nonostante, nel terzo trimestre essa è rimasta complessivamente su livelli inferiori rispetto alla media di lungo periodo.

Figura 25 Crescita del PIL in termini reali e contributi

(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

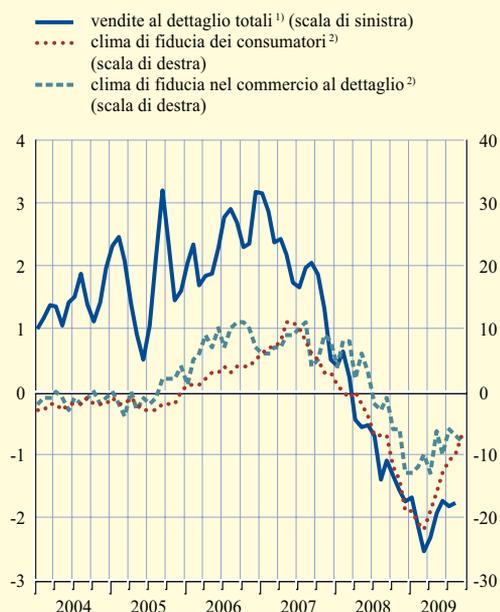
Per quanto riguarda i dati quantitativi sulla spesa delle famiglie, la recente dinamica del commercio al dettaglio indica che l'andamento calante osservato dalla metà del 2008 ha raggiunto un punto di svolta. In agosto le vendite al dettaglio (incluse quelle di combustibile) sono diminuite dello 0,2 per cento sul mese precedente, dopo un calo della stessa entità in luglio.

L'introduzione di incentivi governativi a favore della rottamazione di vecchie autovetture e dell'acquisto di nuove ha fornito un sostegno relativamente forte alla spesa delle famiglie nel secondo trimestre del 2009. I dati mensili per luglio e agosto suggeriscono che tali incentivi hanno continuato a rafforzare la domanda. In questo contesto, il riquadro 4 esamina l'impatto che gli incentivi per l'acquisto di autovetture esercitano sull'attività complessiva.

Nell'insieme, mentre la recente dinamica nelle indagini congiunturali presso le famiglie indica un miglioramento della fiducia, gli ultimi dati sul commercio al dettaglio e sulle vendite di autovetture sono coerenti con la valutazione di una spesa per consumi relativamente modesta nell'ultima parte del 2009.

Figura 26 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate su tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative al netto dei carburanti.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

Riquadro 4

GLI EFFETTI DEI PROGRAMMI DI ROTTAMAZIONE DEI VEICOLI

Nei mesi recenti le politiche di bilancio si sono incentrate su misure a breve termine per contenere l'impatto delle turbolenze nei mercati finanziari sull'economia reale. In molti paesi dell'area dell'euro sono stati attuati specifici programmi di rottamazione dei veicoli al fine di sostenere la produzione nell'industria automobilistica. Questo riquadro presenta una rassegna delle misure adottate in vari paesi dell'area dell'euro e ne analizza il potenziale impatto economico.

L'industria automobilistica rappresenta una porzione considerevole dell'economia dell'area dell'euro, poiché mostra forti interconnessioni con altri comparti importanti lungo la catena del valore. Esposto dagli inizi del 2008 a un indebolimento della domanda (soprattutto di veicoli commerciali), è stato questo uno dei settori più duramente colpiti dalle turbolenze finanziarie e dal forte rallentamento economico. Nell'area dell'euro, 11 paesi finora hanno attuato, o sono in procinto di farlo, programmi di rottamazione dei veicoli per attenuare l'impatto della recessione¹⁾.

1) Per informazioni dettagliate, cfr. ACEA (Associazione europea dei costruttori di automobili), *Overview of vehicle scrapping schemes in the EU*, 26 agosto 2009, http://www.acea.be/images/uploads/files/20090826_Fleet_renewal_schemes.pdf.

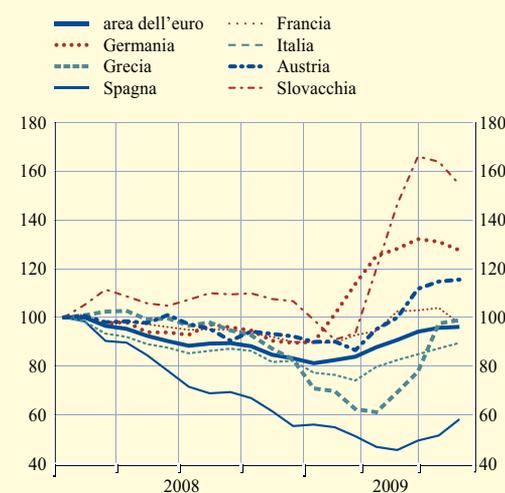
I primi programmi sono stati introdotti nel dicembre 2008 e, per la maggior parte, dovrebbero protrarsi fino a fine 2009, o in qualche caso fino a settembre 2010. Il sostegno finanziario ai consumatori è in genere subordinato alla rottamazione di autovetture obsolete e/o all'acquisto di veicoli nuovi o seminuovi solitamente meno nocivi per l'ambiente. Il costo per le finanze pubbliche di questi programmi di rottamazione delle autovetture dovrebbe ammontare a meno dello 0,1 per cento del PIL nel complesso dell'area nel periodo 2009-2010.

Le misure sembrano aver avuto successo in quanto hanno sostenuto la domanda di breve periodo di autovetture nuove. Come si evince dalla figura A, le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro sono notevolmente aumentate nel corso del 2009, riguadagnando terreno dalla diminuzione del 2008. Durante i primi otto mesi del 2009 i maggiori incrementi sono stati registrati in Germania, Austria e Slovacchia, per effetto di incentivi relativamente importanti. L'impatto positivo di queste misure di stimolo fiscale sulla domanda di nuove autovetture non è stato tuttavia sufficientemente vigoroso da compensare il calo della domanda complessiva di automobili nell'area dell'euro, derivante soprattutto dalla contrazione della domanda esterna di nuove autovetture. Il prodotto dei costruttori di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi, ha continuato a ridursi notevolmente durante la prima metà del 2009, evidenziando nel secondo trimestre un calo sul periodo corrispondente del 31,1 per cento nell'area. In questo contesto, occorre osservare che una parte dello stimolo fiscale non è stata efficace poiché alcune famiglie avrebbero avuto l'esigenza di sostituire la vecchia autovettura anche in assenza del premio ed hanno pertanto realizzato utili inattesi.

A livello macroeconomico sussistono alcune evidenze che l'aumento di immatricolazioni di autovetture ha avuto un impatto al rialzo sui consumi privati nella prima metà del 2009 nell'insieme dell'area dell'euro. L'effetto è stato pronunciato in vari paesi che avevano attuato tali programmi in una fase relativamente precoce, in particolare Germania, Francia, Italia e Austria. Un impatto al rialzo è atteso nella seconda metà dell'anno in paesi che hanno attuato o aggiornato tali programmi più di recente, come Grecia, Spagna e Paesi Bassi. Data l'incidenza elevata delle importazioni sulla domanda di autovetture e considerato il fatto che i programmi di rottamazione sono stati studiati in modo da non discriminare i costruttori stranieri di automobili, ci si potrebbe anche aspettare che l'incremento delle immatricolazioni in singoli paesi induca un aumento delle importazioni di autovetture dall'estero. Si sono avuti riscontri di tali effetti di propagazione per la Germania, dove le importazioni di autovetture hanno evidenziato un'impennata dell'11,5 per cento tra gennaio e maggio, per effetto in particolare di importazioni di automobili relativamente piccole e meno dispendiose da Francia, Italia, Slovacchia e Romania²⁾. Complessivamente, nella

Figura A Immatricolazioni di auto nuove in alcuni paesi dell'area dell'euro

(indici di medie mobili centrate su tre mesi; gennaio 2008=100; dati stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: ACEA/A.A.A. ed elaborazioni della BCE.
Nota: gli ultimi dati si riferiscono ad agosto 2009.

2) Cfr. Destatis, *Erste Bilanz nach Einführung der Umweltprämie*, Pressemitteilung n. 302, 17 agosto 2009.

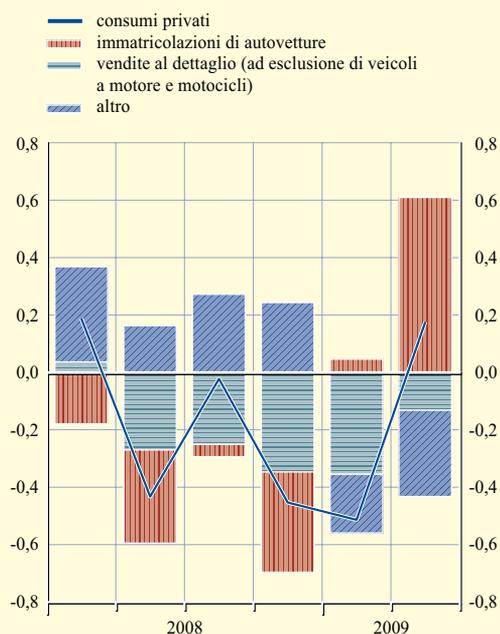
prima metà del 2009 l'impatto a breve termine sulla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali è stato probabilmente positivo, ancorché relativamente modesto.

Infatti, i programmi di rottamazione delle autovetture hanno anche effetti avversi immediati e futuri sull'attività, che vanno presi in considerazione nel valutare l'impatto complessivo di queste misure. Innanzitutto, è stata frenata la domanda di altri acquisti importanti (come nuovi articoli di arredamento, ma anche riparazioni di automobili) a causa sia dell'impatto diretto dell'acquisto di autovetture sui bilanci delle famiglie sia dell'impatto distorsivo sui prezzi relativi. Poiché gli acquisti di nuove autovetture hanno scalzato altri acquisti importanti, l'impatto delle misure sui consumi privati e sull'attività economica complessiva è inferiore a quello diretto sulle vendite di autovetture nuove. L'importanza di questo effetto di sostituzione può essere osservato nella figura B, che mostra la crescita sul trimestre precedente dei consumi privati in termini reali e i contributi delle vendite al dettaglio (ad eccezione delle vendite di autoveicoli e motocicli), delle vendite di automobili (misurate dalle immatricolazioni di nuove autovetture) e di altre voci. Nella prima metà del 2009 il contributo positivo proveniente dalle vendite di autoveicoli è stato in larga misura compensato da un contributo negativo corrispondente proveniente dagli acquisti di altri beni³⁾.

In secondo luogo, è prevedibile un impatto negativo sulla domanda di nuove autovetture al venir meno delle misure. I programmi di rottamazione degli autoveicoli abbassano i prezzi di acquisto degli automezzi attuali rispetto a quelli futuri e quindi inducono un'anticipazione degli acquisti di autovetture ad uso privato. Quanti più acquisti di autovetture sono stati anticipati al 2009 in seguito a queste misure, tanto più importante sarà questa inversione. Nelle indagini riguardanti la Germania, circa la metà degli interpellati afferma di aver anticipato l'acquisto di autovetture al 2009 in ragione del premio. In tali circostanze, è prevedibile un considerevole indebolimento della domanda di autovetture agli inizi del 2010⁴⁾. Poiché il premio alla rottamazione dei veicoli ha abbassato l'età media della flotta automobilistica, si verificherà anche un effetto avverso sulla domanda di autovetture nuove nel medio termine. Inoltre, se le famiglie hanno ridotto il risparmio o hanno aumentato l'indebitamento per finanziare l'acquisto di nuove autovetture, è

Figura B Consumi privati nell'area dell'euro e principali componenti

(tasso di crescita sul trimestre precedente e contributi trimestrali in punti percentuali; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni BCE.

3) Un importante motivo di cautela in questi calcoli risiede nel fatto che i programmi di rottamazione delle autovetture avrebbero modificato la struttura delle vendite a favore di autovetture più piccole ed economiche.

4) Cfr. Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, "Die Konjunktur im Inland", *Konjunkturbericht 2009-2*, settembre 2009, pagg. 51-53.

prevedibile un impatto negativo sulla futura crescita complessiva dei consumi privati in quanto le famiglie devono nuovamente ridurre l'indebitamento e aumentare il risparmio.

Infine, in una prospettiva di politica economica più generale, occorre tenere presente che le misure di bilancio a vantaggio di un settore specifico generano distorsioni dei prezzi relativi che possono impedire cambiamenti strutturali necessari, indurre maggiori pressioni da parte delle attività di *lobbying* finalizzate a introdurre ulteriori agevolazioni e distorcere le condizioni di parità concorrenziale a livello internazionale. Inoltre, la rottamazione precoce di autoveicoli ancora in buono stato, derivante da incentivi fiscali alle famiglie, riduce la ricchezza di un'economia.

Nel complesso, i programmi di rottamazione delle autovetture nei paesi dell'area dell'euro sembrano aver fornito nella prima metà del 2009 un sostegno significativo alla produzione automobilistica, che dovrebbe protrarsi nella seconda metà dell'anno (sebbene il maggiore impatto sui tassi di crescita sul periodo precedente potrebbe essere stato osservato nel secondo trimestre). È probabile, tuttavia, che l'impatto sull'attività complessiva dell'area dell'euro, sebbene positivo, rimanga piuttosto contenuto nel 2009 ed è possibile che diventi negativo nel 2010. In generale, dati gli effetti distorsivi generati, tali misure andrebbero attuate con cautela in quanto potrebbero ostacolare l'efficiente funzionamento di una libera economia di mercato e ritardare i necessari cambiamenti strutturali, compromettendo così le prospettive di reddito e occupazione complessive nel più lungo termine.

In linea con il profilo osservato durante precedenti periodi di recessione economica, gli investimenti fissi lordi sono stati una determinante fondamentale dell'attuale contrazione dell'attività. Nel secondo trimestre del 2009 essi si sono ridotti dell'1,5 per cento sul periodo precedente, evidenziando tuttavia un calo molto meno pronunciato di quelli osservati nel quarto trimestre del 2008 e nel primo trimestre di quest'anno, quando erano diminuiti rispettivamente del 3,5 e del 5,4 per cento. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la flessione degli investimenti aggregati è da ricondurre per la maggior parte a quelli in beni diversi dalle costruzioni (principalmente attività destinate a essere utilizzate per la produzione di beni e servizi), mentre nel settore delle costruzioni si è registrata una diminuzione meno pronunciata.

La crescita degli investimenti dovrebbe rimanere negativa nella seconda metà del 2009. Data la domanda finale modesta, ci si attende che l'andamento dell'attività svolga un ruolo neutrale nelle decisioni di investimento. Nello stesso tempo, in un contesto in cui si prevede che gli andamenti dei profitti continueranno a diminuire, le esigenze di finanziamento esterno eserciteranno probabilmente pressioni al ribasso sull'accumulazione di capitale. Al contrario, il calo del costo in termini reali del finanziamento negli ultimi trimestri dovrebbe essere un fattore di sempre maggior sostegno.

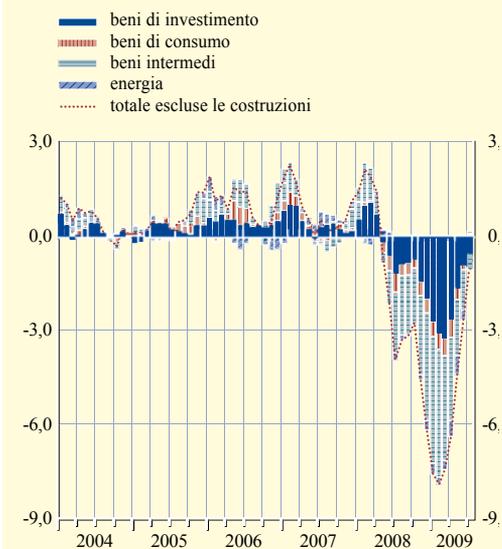
4.2 ANDAMENTO DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dell'Eurostat del valore aggiunto in termini reali nel secondo trimestre del 2009 ha evidenziato un ulteriore calo congiunturale nel settore dell'industria, mentre il tasso di crescita nel comparto dei servizi è tornato positivo, dopo due trimestri negativi.

Gli indicatori mensili suggeriscono che l'attività si è stabilizzata nel terzo trimestre del 2009, sebbene la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) abbia registrato un

Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi

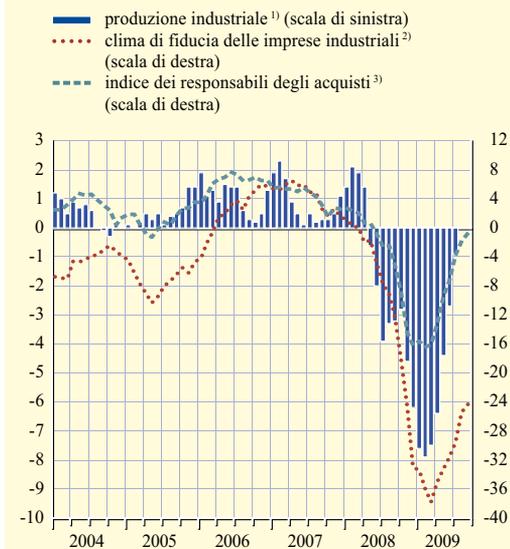
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

Figura 28 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
 Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.
 1) Variazioni percentuali della media mobile di tre mesi rispetto al trimestre precedente.
 2) Saldi percentuali.
 3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

calo dello 0,3 per cento in luglio rispetto al mese precedente (cfr. figura 27). L'andamento della media mobile dell'indice, caratterizzato da una minore volatilità rispetto a quello puntuale, consente di apprezzare una stabilizzazione durante gli ultimi mesi. È importante rilevare che gli indicatori degli andamenti di breve periodo, quali i tassi di variazione sul mese precedente delle serie destagionalizzate come la produzione industriale, nel momento attuale andrebbero interpretati con cautela ancora maggiore di quella necessaria nei periodi caratterizzati da condizioni economiche più "calme".

Anche i risultati delle indagini presso le imprese segnalano un miglioramento in atto nell'attività industriale, sebbene da un livello basso (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) per il settore manifatturiero ha continuato ad aumentare in settembre, raggiungendo un livello prossimo a 50 (il livello di riferimento che separa le fasi espansive da quelle recessive). L'incremento in settembre riflette i miglioramenti in tutte le componenti, con l'eccezione dell'occupazione che è rimasta invariata a livelli bassi. Altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, confermano in generale i risultati forniti dall'indice PMI.

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a deteriorarsi nei mesi recenti. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato una diminuzione dell'occupazione nel secondo trimestre del 2009 pari allo 0,5 per cento sul trimestre precedente, la quarta flessione trimestrale consecutiva (cfr. tavola 6). Tale contrazione va ricondotta in larga misura al settore industriale, mentre nel comparto dei servizi l'occupazione è rimasta sostanzialmente invariata.

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2007	2008	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.
Totale economia	1,8	0,8	0,1	-0,3	-0,3	-0,7	-0,5
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,5	-1,4	-1,1	-0,6	0,3	-0,7	-0,8
Industria	1,4	-0,8	-0,3	-1,0	-1,3	-1,7	-1,5
Escluse le costruzioni	0,3	-0,2	-0,1	-0,6	-1,0	-1,5	-1,5
Costruzioni	3,9	-2,2	-0,9	-2,0	-2,1	-2,1	-1,5
Servizi	2,1	1,4	0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,1
Commercio e trasporti	2,0	1,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,8	-0,5
Finanziari e alle imprese	4,1	2,2	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,6
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,2	1,1	0,6	0,1	0,6	0,1	0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

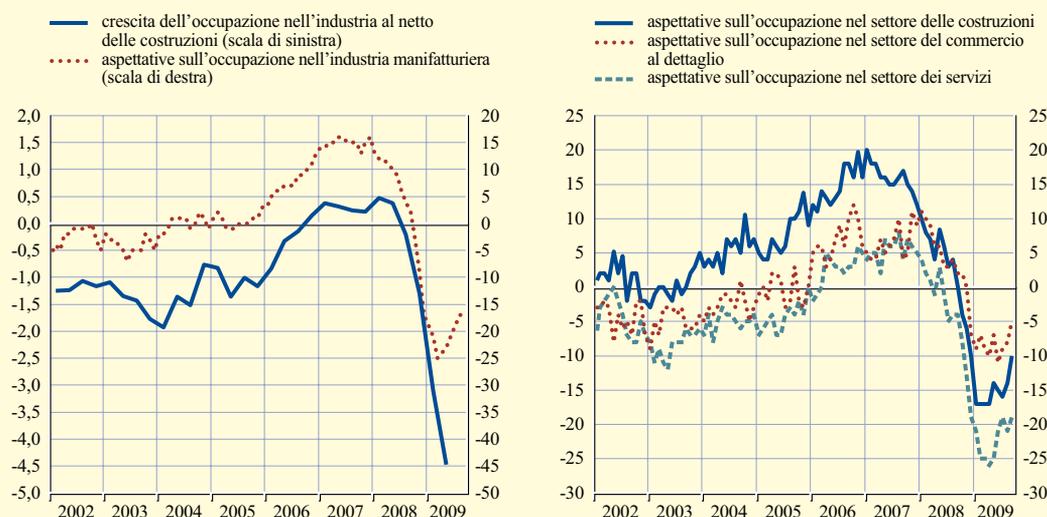
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

I risultati delle indagini presso le imprese indicano un ulteriore deterioramento dell'occupazione nel terzo trimestre del 2009 (cfr. figura 29). In settembre le aspettative occupazionali rilevate dall'indagine PMI sono rimaste su livelli molto bassi sia per il settore dell'industria sia per quello dei servizi. Anche le ultime indagini condotte dalla Commissione europea mostrano prospettive modeste per l'occupazione.

A seguito della contrazione dell'attività economica e della relativa tenuta della crescita dell'occupazione negli scorsi 12 mesi, la produttività del lavoro (misurata in termini di prodotto per occupato) ha continuato a diminuire nel secondo trimestre del 2009, registrando una contrazione del

Figura 29 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)

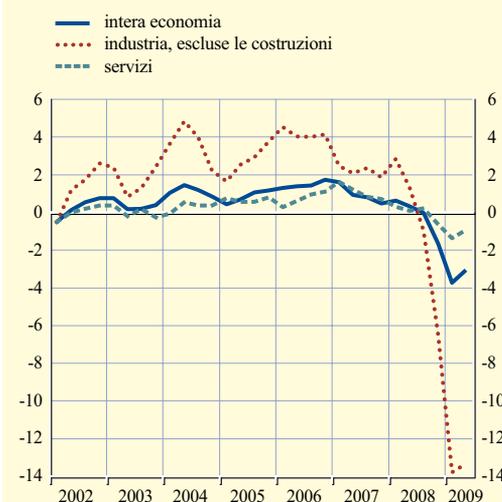


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 30 Produttività del lavoro

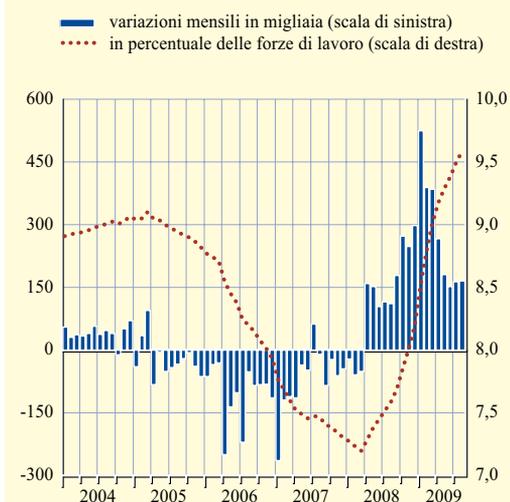
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 31 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

3,1 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 30). Tale flessione è riconducibile per la maggior parte al settore industriale, mentre la diminuzione nel comparto dei servizi è stata relativamente modesta. La dinamica di breve periodo suggerisce che la produttività del lavoro nell'area dell'euro è migliorata nel secondo trimestre, principalmente grazie alla stabilizzazione dell'economia. In prospettiva, essa dovrebbe mostrare un graduale recupero nell'ultima parte dell'anno per l'effetto congiunto di un ulteriore calo dell'occupazione e di un progressivo rafforzamento dell'attività economica.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,6 per cento in agosto (cfr. figura 31), un decimo di punto percentuale in più rispetto al mese precedente. Attualmente la disoccupazione nell'area si colloca al suo massimo dall'inizio del 1999. Per una trattazione più approfondita dei legami fra le variazioni del prodotto e la disoccupazione nell'area dell'euro a partire dall'istituzione dell'Unione economica e monetaria, cfr. il riquadro 5.

Riquadro 5

LEGAME FRA PRODOTTO E DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

La disoccupazione nell'area dell'euro ha seguito un andamento decrescente dall'introduzione dell'euro fino alla primavera del 2008, toccando in marzo il 7,2 per cento, il livello minimo da 25 anni. La disoccupazione ha cominciato ad aumentare sensibilmente con l'inizio delle turbolenze finanziarie e il brusco rallentamento economico ad esse associato. In agosto la disoccupazione nell'area si è collocata al 9,6 per cento, il tasso più elevato degli ultimi dieci anni. Questo riquadro analizza la relazione fra le variazioni del prodotto e l'andamento della disoccupazione dall'introduzione dell'euro ed esamina le diverse esperienze dei paesi dell'area dell'euro.

La relazione inversa tra crescita economica e tasso di disoccupazione è ampiamente documentata in letteratura ed è nota come “Legge di Okun”. Secondo tale legge, che in realtà è più una regolarità empirica che una relazione fondata su una teoria, un calo del 2-3 per cento del prodotto è associato a un incremento di un punto percentuale del tasso aggregato di disoccupazione¹⁾.

Andamenti a livello dell'area dell'euro

La figura A mette in relazione le variazioni anno su anno del tasso di disoccupazione con le corrispondenti dinamiche del tasso di crescita del PIL nell'area dell'euro. Il confronto si basa su dati trimestrali, e considera il periodo che va dall'introduzione dell'UEM, nel 1999, al secondo trimestre del 2009. In particolare, nel periodo fino al terzo trimestre del 2008, i dati suggeriscono che una variazione di un punto percentuale del PIL sia stata accompagnata da una variazione di segno opposto e pari a 4 decimi di punto percentuale del tasso di disoccupazione²⁾. Questo andamento è illustrato dalla linea tendenziale marcata nella figura A, relativa alla stima per il periodo considerato.

La relazione stimata fra l'andamento della disoccupazione e le dinamiche del PIL verrebbe sensibilmente influenzata dall'inserimento delle ultime tre osservazioni, che coprono il periodo in cui il rallentamento economico è stato più marcato. Ciò ridurrebbe il coefficiente stimato a 0,3 (come mostra la linea tratteggiata nella figura A).

Per effetto del recente rallentamento economico, fra il secondo trimestre del 2008 e il corrispondente periodo del 2009 il PIL nell'area dell'euro si è contratto del 4,8 per cento circa, mentre la disoccupazione è aumentata di 1,9 punti percentuali. Questo incremento riflette in parte le misure adottate nei diversi paesi al fine di ridurre le ore lavorate per addetto.

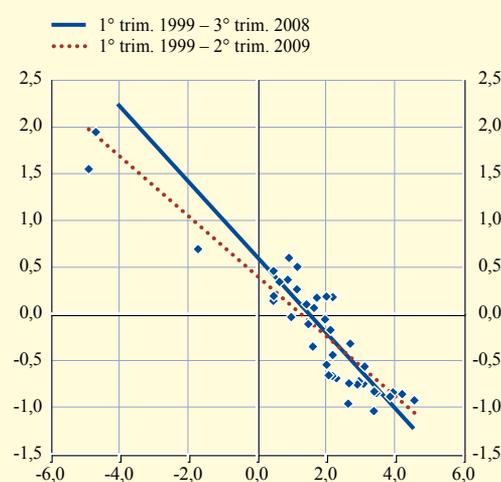
Andamenti a livello nazionale

La figura B illustra la relazione tra variazioni annuali del tasso di disoccupazione e corrispondenti variazioni del tasso di crescita del PIL nell'area dell'euro e nei singoli paesi membri tra

Figura A La relazione fra variazioni del prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro dall'introduzione dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali; dati trimestrali)

asse x: variazioni percentuali sul periodo corrispondente del PIL dell'area dell'euro
asse y: variazioni in punti percentuali sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) In base ai dati trimestrali Okun propone una relazione di -0,3 fra le variazioni del PIL e l'andamento della disoccupazione negli Stati Uniti fra il 1948 e il 1960. Cfr. Okun, A.M. (1962), "Potential GNP: Its Measurement and Significance", *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, pp. 98-104, American Statistical Association.

2) Una semplice regressione con i minimi quadrati ordinari (OLS) quantifica la relazione $\Delta U = -0,40 \Delta GDP (-10,4) + 0,60 (6,4)$, dove ΔU rappresenta la variazione assoluta in punti percentuali sui dodici mesi del tasso di disoccupazione armonizzato nell'area dell'euro e ΔGDP misura la variazione percentuale sui dodici mesi del PIL; i dati statistici t sono inclusi fra parentesi; $R^2 = 0,75$ in base a 39 osservazioni effettuate fra il primo trimestre del 1999 e il terzo del 2008.

il secondo trimestre del 2008 e il secondo trimestre del 2009. Nonostante la figura B vada interpretata con cautela, tenendo conto delle diverse velocità di correzione della disoccupazione nei paesi dell'area, i mercati del lavoro nazionali sembrano aver risposto al recente rallentamento economico in maniera diversa. Molti paesi dell'area dell'euro, in particolare la Germania, l'Italia e i Paesi Bassi, hanno registrato un aumento relativamente contenuto della disoccupazione, nonostante la contrazione del PIL alquanto pronunciata. Per contro, altri paesi hanno fatto segnare un incremento della disoccupazione decisamente sproporzionato rispetto alla media dell'area dell'euro, segnatamente la Spagna e l'Irlanda. Nello stesso periodo anche Cipro e la Francia hanno registrato aumenti relativamente consistenti della disoccupazione rispetto al livello di contrazione dei rispettivi PIL.

Le diversità osservate fra i paesi sono riconducibili a vari fattori. Le differenze in termini di istituzioni e di politiche relative ai mercati del lavoro nazionali possono avere ripercussioni sulla rapidità di adeguamento. In tal senso vanno annoverate le normative a tutela dell'occupazione e i diversi livelli di copertura nei vari paesi (ad es. le normative possono interessare tutti i lavoratori o escludere determinati gruppi, come i giovani), la diversa incidenza dei contratti di lavoro permanente e temporaneo, nonché le differenti iniziative politiche tese a contrastare le oscillazioni temporanee del prodotto (programmi di lavoro a breve termine finanziati dallo Stato, esenzioni dai contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, ecc.)³. Analogamente, le differenze fra le istituzioni responsabili della determinazione dei salari, che influiscono sulla velocità di adeguamento, in caso di shock sul prodotto, dei salari stessi, possono rappresentare un ulteriore fattore discriminante tra diverse dinamiche del mercato del lavoro. Inoltre, le evidenze suggeriscono che tali istituzioni, qualora riducano la flessibilità del mercato del lavoro, possono rendere più persistenti gli effetti sulla disoccupazione⁴.

Le autorità in diversi paesi dell'area hanno profuso notevoli sforzi per sostenere l'occupazione durante il recente rallentamento economico, ricorrendo a svariati schemi di riduzione dell'orario di lavoro. Tali misure hanno avuto un pesante impatto sull'andamento della produttività nell'area. Si tratta infatti di rimedi da attuare solo per far fronte all'emergenza, che vanno limitati nel tempo; se protratti, nel lungo periodo possono rivelarsi controproducenti per la crescita economica in quanto ostacolano la riallocazione della forza lavoro ai settori più produttivi e disincentivano

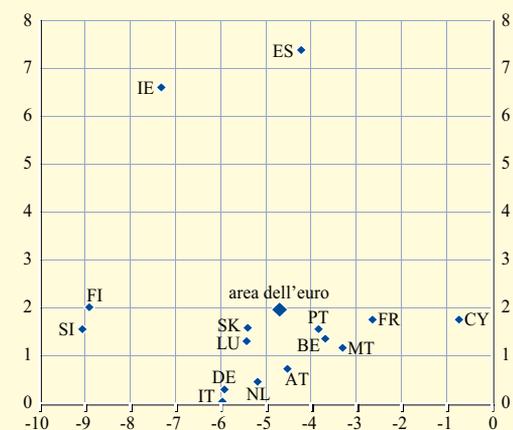
3) Cfr. anche il riquadro 6, *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica*, nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

4) Cfr. Blanchard, O. e Wolfers, J. (2000), "The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: the aggregate evidence", *Economic Journal*, Vol. 100, pp. C1-33, Royal Economic Society.

Figura B Riduzioni del prodotto e aumenti di disoccupazione dal secondo trimestre 2008 al secondo trimestre del 2009

(punti percentuali; variazioni percentuali)

asse x: variazioni percentuali sul periodo corrispondente del PIL
 asse y: variazioni in punti percentuali sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: dati per la Grecia non disponibili. I dati per il Lussemburgo si riferiscono al periodo dal primo trimestre del 2008 al primo trimestre del 2009.

la ristrutturazione delle imprese, resa necessaria dalle nuove sfide economiche. D'altro canto, i rinnovati sforzi per introdurre ulteriori riforme strutturali nel mercato del lavoro potranno contribuire a stimolare la competitività e quindi a migliorare le prospettive a lungo termine per la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro. Tali sforzi prevedono l'adozione di riforme della legislazione a tutela dell'occupazione, volte a superare la segmentazione del mercato del lavoro e contribuire alla riallocazione settoriale dell'occupazione; riforme del sistema fiscale e di quello assistenziale, volte a migliorare gli incentivi al lavoro; introduzione di meccanismi che accrescano il grado di flessibilità nella contrattazione salariale.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Dopo i tassi di crescita fortemente negativi osservati a cavallo tra il 2008 e il 2009, in base alla seconda stima dell'Eurostat l'attività economica nell'area dell'euro avrebbe registrato solo un lieve indebolimento nel secondo trimestre di quest'anno, contraendosi dello 0,2 per cento rispetto al periodo precedente. Gli indicatori disponibili derivanti da inchieste congiunturali continuano a segnalare il perdurare della fase di stabilizzazione. In particolare, l'area dovrebbe beneficiare di una ripresa delle esportazioni, del significativo stimolo macroeconomico in atto nonché delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Inoltre, dopo gli ampi contributi negativi nella prima metà del 2009, nella seconda metà dell'anno il ciclo delle scorte dovrebbe fornire un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali. Nel complesso, ci si attende che la ripresa sia piuttosto disomogenea: nel breve periodo essa sarà sostenuta da numerosi fattori temporanei, ma nel medio periodo potrebbe essere influenzata dal processo di correzione di bilancio in atto nei settori finanziari e non finanziari dell'economia sia all'interno che all'esterno dell'area.

I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente bilanciati. In senso positivo vi possono essere effetti più forti del previsto originati dagli ampi stimoli macroeconomici in corso e da altre misure di politica economica adottate. Inoltre, è possibile che il clima di fiducia migliori più rapidamente, il deterioramento del mercato del lavoro sia meno marcato di quanto previsto precedentemente e la domanda estera risulti più forte di quanto anticipato. In senso opposto permangono timori circa interazioni negative più consistenti o più protratte tra l'economia reale e il settore finanziario, ulteriori incrementi dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, l'intensificarsi delle pressioni protezionistiche e l'eventualità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali. Al contempo, il grado di incertezza riguardo a tali prospettive resta più elevato del consueto.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo un periodo di relativa stabilità in estate, l'euro si è rafforzato in termini effettivi nominali in settembre, grazie soprattutto al suo apprezzamento sul dollaro statunitense e sulla sterlina britannica. Tale andamento è stato accompagnato da un ulteriore calo della volatilità del cambio nei confronti di un ampio insieme di valute.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – si è apprezzato in settembre dopo un periodo di relativa stabilità in estate. Il 7 ottobre era superiore dell'1,8 per cento rispetto a fine giugno e del 2,8 per cento rispetto alla media del 2008. Tra la fine di giugno e il 7 ottobre il rafforzamento della moneta unica è stato trainato principalmente dall'evoluzione dei tassi bilaterali con la sterlina britannica e il dollaro statunitense, che è stata solo parzialmente compensata dall'indebolimento nei confronti dello yen giapponese e delle valute di alcuni Stati membri dell'UE (cfr. figura 32).

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Mentre in luglio e in agosto l'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro statunitense, in presenza di oscillazioni relativamente ridotte, a settembre si è apprezzato. Il dollaro ha registrato un indebolimento anche nei confronti di una più ampia serie di valute: ciò sarebbe riconducibile al basso livello dei tassi di interesse statunitensi e alla minore percezione del rischio a livello mondiale, che hanno determinato un'inversione di parte dei flussi di investimenti "rifugio" dai quali aveva tratto beneficio il dollaro dopo l'inizio della crisi finanziaria mondiale (cfr. figura 33). Allo stesso tempo la volatilità implicita del cambio dollaro/euro ha continuato a scendere, portandosi su livelli prossimi alla media degli ultimi dieci anni. Il 7 ottobre l'euro è stato scambiato a 1,47 dollari, un valore superiore del 4,0 per cento a quello di fine giugno e sostanzialmente in linea con la media del 2008.

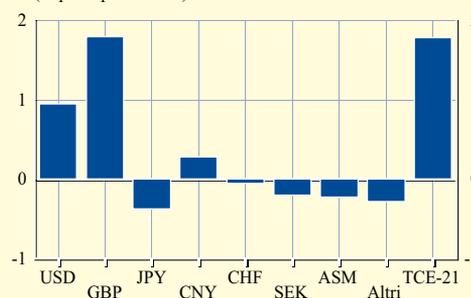
Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



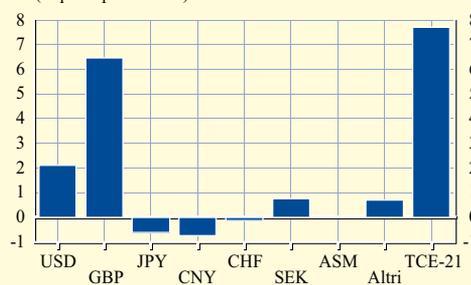
Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 30 giugno 2009 al 7 ottobre 2009 (in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 3 gennaio 2005 al 7 ottobre 2009 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

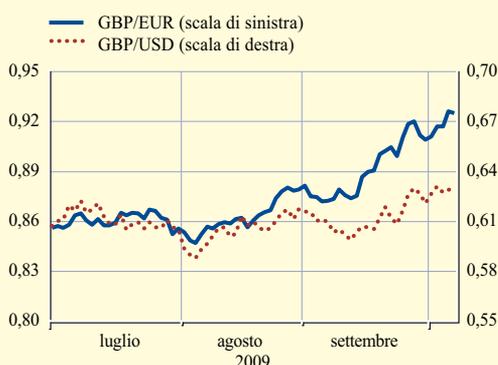
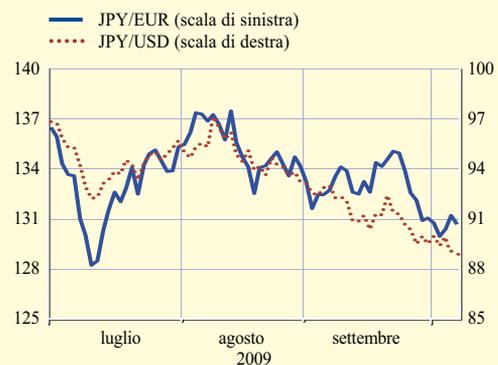
2) I contributi alle variazioni del TCE-21 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-21. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo nell'indice TCE-21.

YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro ha oscillato entro un intervallo compreso tra 128 e 138 yen. Tale andamento avrebbe risentito dei mutamenti nella percezione complessiva del rischio nei mercati finanziari. Anche considerazioni connesse alla posizione delle autorità giapponesi nei confronti del tasso di cambio della moneta nazionale potrebbero avere svolto un ruolo nel periodo più recente. Allo stesso tempo la volatilità implicita di questa coppia di valute ha continuato a diminuire, pur mantenendosi superiore alla media storica. Il 7 ottobre l'euro era quotato a 130,7 yen, un livello inferiore del 3,6 per cento a quello di fine giugno e del 14,2 per cento alla media del 2008.

Figura 33 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

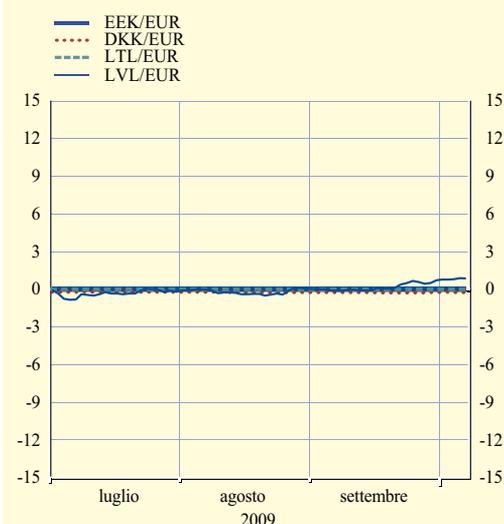
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Tra fine giugno e il 7 ottobre gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta sostanzialmente stabile rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 34). Il lat lettone si è tuttavia indebolito in settembre, avvicinandosi alla zona di deprezzamento della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente, in presenza di preoccupazioni da parte degli operatori circa il soddisfacimento delle condizioni associate all'assistenza finanziaria internazionale.

Per quanto concerne le divise degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, negli

Figura 34 Tassi di cambio negli AEC II

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono $\pm 2,25$ per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento.

ultimi tre mesi l'euro si è notevolmente rafforzato sulla sterlina britannica e il 7 ottobre si collocava su un livello superiore dell'8,5 per cento rispetto alla fine di giugno. L'evoluzione recente del tasso di cambio bilaterale sterlina/euro sarebbe stata determinata dall'incertezza degli operatori circa le prospettive economiche nel Regno Unito. Nello stesso periodo ha rallentato il deprezzamento dell'euro sullo zloty polacco, sul fiorino ungherese e sulla corona ceca – quasi ininterrotto dai primi di marzo. Il 7 ottobre il tasso di cambio dell'euro con tali monete si era indebolito rispettivamente del 5,3, dell'1,3 e dello 0,8 per cento rispetto a fine giugno. La moneta unica si è deprezzata anche sulla corona svedese (del 4,2 per cento) nel periodo considerato, per motivi che sarebbero riconducibili all'attenuarsi dei timori per le prospettive economiche di alcuni Stati baltici.

ALTRE VALUTE

Tra fine giugno e il 7 ottobre l'euro si è indebolito dello 0,8 per cento sul franco svizzero, in presenza di alcune oscillazioni, facendo seguito alle segnalazioni di presunti interventi della Banca nazionale svizzera sui mercati valutari. Nello stesso periodo, la moneta unica si è deprezzata sul dollaro australiano, sul won coreano e sul dollaro canadese (rispettivamente del 4,9, del 4,6 e del 4,5 per cento).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

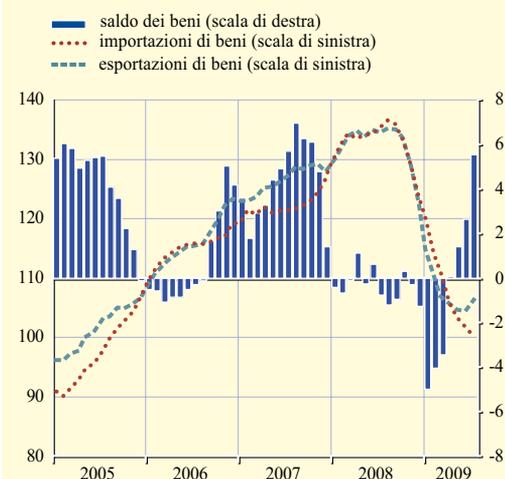
L'interscambio con l'esterno dell'area evidenzia segnali crescenti di stabilizzazione, con una dinamica delle esportazioni più rapida di quella delle importazioni. Di conseguenza, nei dodici mesi fino a luglio 2009 il disavanzo cumulato del conto corrente dell'area dell'euro è sceso a 108,7 miliardi di euro (1,2 per cento del PIL). Per quanto riguarda il conto finanziario, le ripercussioni della crisi finanziaria mondiale si sono gradualmente attenuate. Il rimpatrio di fondi si è ridotto e le operazioni finanziarie con il resto del mondo sembrano indicare un ridimensionamento della preferenza degli investitori per le attività sicure e liquide.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Dopo la brusca contrazione attorno al volgere dell'anno, l'interscambio commerciale con l'esterno dell'area evidenzia segnali crescenti di stabilizzazione soprattutto dal lato delle esportazioni. Nei tre mesi fino a luglio le esportazioni di beni hanno registrato il primo, seppure piuttosto limitato, aumento dal settembre 2008 risultando superiori dello 0,2 per cento rispetto al precedente periodo di tre mesi (cfr. figura 35). Le esportazioni sono state sostenute dal rafforzamento della domanda estera e dalla graduale riattivazione delle catene produttive internazionali, in un momento in cui l'attività economica toccava il livello minimo nei principali mercati di esportazione e molte imprese ricostituivano le scorte alla luce delle migliorate prospettive per l'economia. La stabilizzazione delle importazioni registra un ritardo rispetto a quella delle esportazioni. Le importazioni di beni hanno continuato a calare nei tre mesi fino a luglio, sebbene a un ritmo più moderato (5,0 per cento) rispetto al precedente periodo di tre mesi.

Figura 35 Interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro

(miliardi di euro; medie mobili a tre mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Grazie agli andamenti del commercio con l'esterno dell'area descritti in precedenza, il saldo del conto dei beni e di conseguenza quello del conto corrente sono gradualmente migliorati (cfr. figura 36). A luglio il saldo cumulato su dodici mesi del conto dei beni è tornato in attivo per la prima volta dall'ottobre del 2008. Allo stesso tempo il disavanzo cumulato del conto corrente è sceso a 108,7 miliardi di euro (circa l'1,2 per cento del PIL), pur restando significativamente superiore all'anno precedente.

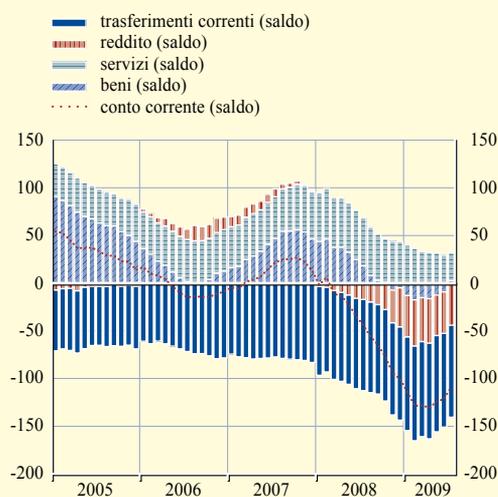
L'interscambio di servizi è rimasto debole nei tre mesi fino a luglio: le importazioni e le esportazioni sono scese rispettivamente del 4,9 e 3,7 per cento in confronto ai tre mesi precedenti. Tale debolezza rispecchia il fatto che, a livello mondiale, la ripresa del settore dei servizi è stata inferiore a quella del settore manifatturiero nel periodo recente. I servizi non hanno tratto vantaggio dalla recente ricostituzione delle scorte da parte delle imprese poiché, a differenza dei beni, non possono essere immagazzinati. In parte per lo stesso motivo, il commercio di servizi ha registrato un calo molto inferiore a quello di beni attorno al volgere dell'anno e ciò ha dato origine a effetti della base meno favorevoli. Inoltre, misure di politica fiscale quali i programmi di rottamazione delle autovetture adottate in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno favorito l'interscambio di beni più di quello dei servizi.

Per quanto riguarda le altre voci del conto corrente, nei dodici mesi fino a luglio il disavanzo cumulato dei redditi è aumentato notevolmente poiché gli introiti sono diminuiti più degli esborsi. Infine il disavanzo nei trasferimenti correnti ha registrato un lieve ampliamento (cfr. tavola 7).

Gli indicatori disponibili prospettano una prosecuzione della graduale ripresa delle esportazioni di beni dell'area nel breve periodo. Dopo sei aumenti consecutivi, in settembre il Purchasing Managers' Index (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro si è stabilizzato su un livello appena superiore al valore soglia tra contrazione ed espan-

Figura 36 Principali componenti del conto corrente

(miliardi di euro; flussi cumulati su 12 mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Figura 37 Indice PMI per l'area dell'euro sui nuovi ordinativi dall'estero

(indice di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

Tavola 7 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi terminanti in				Dati cumulati sui 12 mesi terminanti in	
	2009 giu.	2009 lug.	2008 ott.	2009 gen.	2009 apr.	2009 lug.	2008 lug.	2009 lug.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente (saldo)	-4,3	6,6	-9,1	-18,2	-9,6	0,7	-44,0	-108,7
Beni (saldo)	2,5	11,2	0,3	-5,0	0,1	5,5	18,2	2,7
Esportazioni	104,5	108,8	133,1	114,3	105,4	105,6	1.578,0	1.375,2
Importazioni	102,0	97,6	132,8	119,3	105,3	100,1	1.559,8	1.372,5
Servizi (saldo)	1,0	2,7	2,7	3,0	1,8	2,2	50,5	29,2
Esportazioni	37,1	37,3	42,6	41,6	39,1	37,6	505,1	482,7
Importazioni	36,0	34,6	39,9	38,6	37,3	35,4	454,6	453,4
Redditi (saldo)	-2,7	-1,6	-3,9	-7,1	-2,9	-0,8	-17,1	-44,0
Trasferimenti correnti (saldo)	-5,2	-5,7	-8,2	-9,2	-8,5	-6,3	-95,6	-96,6
Conto finanziario (saldo)¹⁾	-7,4	-34,1	29,4	32,3	33,3	-5,0	135,1	269,9
Investimenti diretti e di portafoglio	35,7	-17,6	62,9	-3,7	44,8	27,0	-43,2	392,8
Investimenti diretti	-9,2	5,3	-15,4	-25,0	-11,2	0,3	-144,2	-154,2
Investimenti di portafoglio	44,9	-23,0	78,3	21,3	56,0	26,7	101,0	547,0
Azioni	0,4	18,9	-17,0	-7,6	16,3	9,3	-16,1	2,9
Strumenti di debito	44,5	-41,9	95,3	29,0	39,7	17,4	117,0	544,0
Obbligazioni e notes	53,8	-66,6	19,5	18,7	29,2	14,4	146,3	245,5
Strumenti del mercato monetario	-9,4	24,8	75,8	10,2	10,5	2,9	-29,3	298,5
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-0,3	3,2	0,0	-11,3	-7,3	-0,8	7,1	-10,8
Importazioni	-1,3	-4,2	-0,3	-8,5	-9,7	-5,0	8,6	-9,4
Beni								
Esportazioni	-1,1	4,1	0,7	-14,1	-7,8	0,2	6,7	-12,9
Importazioni	-1,4	-4,3	1,2	-10,1	-11,7	-5,0	8,9	-12,0
Servizi								
Esportazioni	-3,8	0,5	2,5	-2,4	-6,0	-3,7	8,4	-4,4
Importazioni	-1,1	-3,9	4,0	-3,2	-3,4	-4,9	7,7	0,3

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

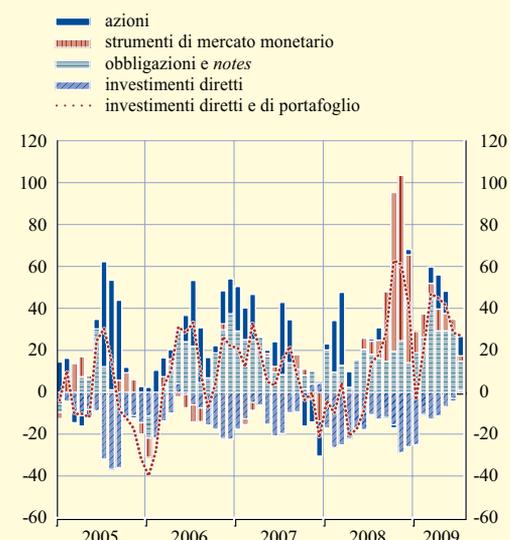
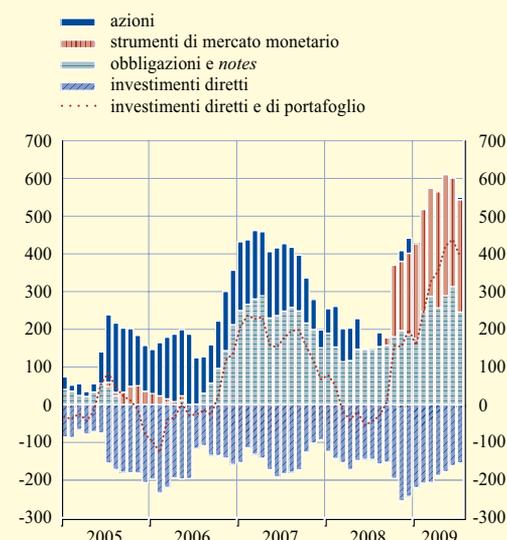
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

sione fissato a 50 (cfr. figura 37). Ciò è sostanzialmente in linea con l'indagine della Commissione europea sui portafogli di ordinativi dall'estero, che per settembre segnala un miglioramento (seppur inferiore a quello del mese precedente e a partire da livelli molto bassi). Anche le importazioni di beni dall'esterno dell'area dovrebbero migliorare gradualmente, sorrette dal rafforzamento della domanda interna finale e dalla domanda aggiuntiva di mezzi di produzione importati indotta dall'aumento delle esportazioni.

CONTO FINANZIARIO

Dopo l'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008 il conto finanziario dell'area dell'euro ha subito variazioni significative. Al crescere dell'interesse degli investitori per le attività sicure e liquide, l'area dell'euro ha visto crescere notevolmente gli afflussi netti per strumenti del mercato monetario (cfr. figura 38). Tale andamento va ricondotto in larga misura al rimpatrio di fondi da parte di residenti nell'area, ma vi hanno contribuito anche i maggiori acquisti di strumenti del mercato monetario dell'area da parte di non residenti. In modo parallelo, sia i residenti sia i non residenti hanno rimpatriato fondi investiti in titoli azionari.

Figura 38 Principali componenti del conto finanziario

a) (miliardi di euro; flussi netti; medie mobili a tre mesi;
dati mensili)b) (miliardi di euro; flussi netti cumulati sui 12 mesi;
dati mensili)

Fonte: BCE.

Negli ultimi mesi, tuttavia, le ripercussioni della crisi finanziaria mondiale sul conto finanziario si sono gradualmente attenuate. Gli investimenti “rifugio” e le attività a breve scadenza e basso rischio sembrano avere perso parte della loro attrattiva alla luce delle più favorevoli prospettive per l’economia mondiale e delle migliori condizioni sui mercati finanziari.

Di conseguenza, il rimpatrio di fondi si è attenuato in tutte le componenti principali del conto finanziario. Inoltre, sia gli acquisti dei non residenti sia gli afflussi netti riguardanti strumenti del mercato monetario dell’area dell’euro sono diminuiti sensibilmente rispetto ai massimi osservati verso la fine dello scorso anno. In termini di medie mobili a tre mesi, a luglio gli afflussi netti per strumenti del mercato monetario erano pari a 2,9 miliardi di euro (contro i 78,9 miliardi di novembre 2008). Parallelamente, nel secondo trimestre di quest’anno gli investimenti in titoli azionari hanno registrato modesti afflussi netti dopo essersi pressoché arrestati nei tre trimestri precedenti. Ciò potrebbe riflettere aspettative di mercato più favorevoli per gli utili futuri delle imprese dell’area.

A differenza degli investimenti di portafoglio, nel periodo recente gli investimenti diretti hanno evidenziato alcuni segnali di debolezza dal lato sia delle attività sia delle passività dopo la significativa ripresa agli inizi dell’anno. Poiché gli investimenti diretti all’estero dei residenti dell’area dell’euro si sono contratti più di quelli esteri nell’area effettuati da non residenti, nei tre mesi fino a luglio l’area dell’euro ha registrato in media marginali afflussi netti per investimenti diretti per la prima volta dal dicembre del 2007.

In termini di medie mobili a tre mesi, gli afflussi netti per l’insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono in calo da marzo. Ciò ha determinato la discesa del dato cumulato sui dodici mesi a luglio 2009 a 392,8 miliardi di euro. Nei dodici mesi cumulati terminanti a luglio 2008 si registravano deflussi netti per 43,2 miliardi di euro.

LA POLITICA MONETARIA E L'OFFERTA DI PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO

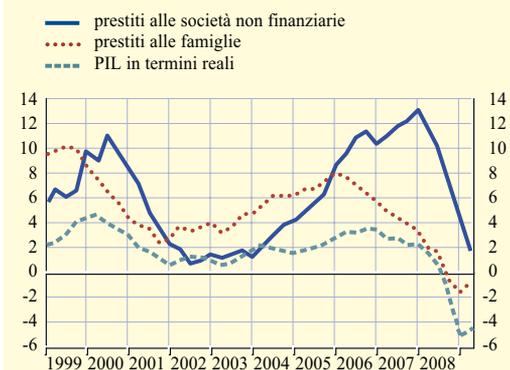
Il presente articolo esamina gli effetti della politica monetaria sull'offerta di prestiti nell'area dell'euro. Sebbene la dinamica dei prestiti dipenda in genere da una combinazione di fattori che esercitano contemporaneamente un impatto sia sulla domanda sia sull'offerta, questo articolo si propone di determinare l'importanza dei fattori dal lato dell'offerta ai fini dell'andamento dei prestiti e la loro interazione con la politica monetaria. Le evidenze presentate in questo articolo suggeriscono che la politica monetaria può influire sulla capacità e sulla propensione delle banche a offrire prestiti, nonché sui prezzi che queste vi applicano. Le notevoli riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE e l'introduzione di misure non convenzionali di politica monetaria durante la recente crisi finanziaria andrebbero considerate anche in tale contesto, data la posizione dominante del settore bancario nel sistema finanziario dell'area dell'euro.

I INTRODUZIONE

Nella maggior parte delle economie sviluppate i prestiti bancari e, più in generale, l'attività di prestito nel suo complesso svolta dalle IFM costituisce una delle più importanti fonti di finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie. Il credito bancario è una fonte di finanziamento particolarmente importante nell'area dell'euro, dove negli anni recenti i prestiti degli enti creditizi hanno rappresentato circa l'85 per cento del finanziamento esterno totale del settore privato¹⁾. È quindi un presupposto fondamentale, per una vigorosa attività economica nonché per un'efficace e fluida trasmissione della politica monetaria all'economia, preservare il regolare funzionamento dell'offerta di prestiti da parte del sistema bancario a prenditori con merito di credito adeguato. Nel condurre l'analisi relativa alla politica monetaria, la BCE presta dunque particolare attenzione all'andamento dei prestiti bancari e alle indicazioni di tensioni nell'offerta degli stessi. Per tale motivo è stato tenuto sotto stretta osservazione il marcato calo in termini reali, registrato nei recenti trimestri, del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti concessi alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro (cfr. figura 1). Come nei passati episodi, il rallentamento dei prestiti ha coinciso con il brusco deterioramento dell'attività economica. Tuttavia, a causa degli shock senza precedenti che hanno colpito il settore finanziario durante la relativa crisi a partire dalla metà del 2007, non si può escludere che una riduzione indotta da fattori dal lato dell'offerta abbia parimenti concorso ad amplificare l'indebolimento dell'economia nel suo insieme.

Figura 1 Crescita in termini reali dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie e crescita del PIL in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



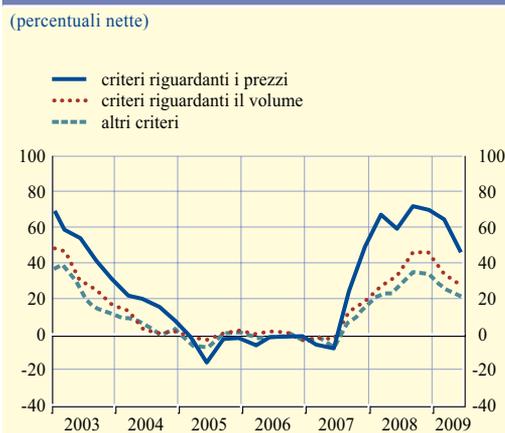
Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: dati deflazionati usando il deflatore del PIL.

Le banche possono limitare l'offerta di prestiti aumentando i tassi attivi, riducendo i volumi erogati, o ricorrendo a entrambe le strategie. L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema fornisce informazioni qualitative sulla misura in cui le banche irrigidiscono i criteri per la concessione del credito attraverso i termini e le condizioni riguardanti sia i prezzi sia i volumi (cfr. figura 2). In media, l'irrigidimento di tali criteri a partire dalla seconda metà del 2007 si è tradot-

1) Per maggiori dettagli sull'importanza del finanziamento bancario nel sistema finanziario dell'area dell'euro, cfr. gli articoli *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* e *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti* rispettivamente nei numeri di agosto 2008 e aprile 2009 di questo Bollettino.

Figura 2 Variazioni dei criteri applicati per i prestiti alle imprese dalle banche dell'area dell'euro



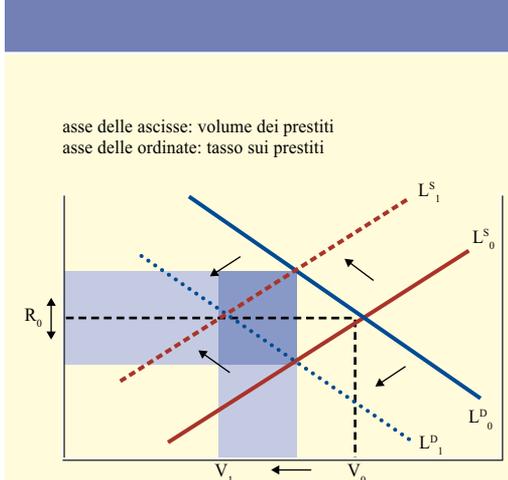
Fonte: indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema.
 Note: i "criteri riguardanti i prezzi" fanno riferimento ai "margini sui prestiti medi" e ai "margini sui prestiti più rischiosi"; i "criteri riguardanti il volume" corrispondono alle "dimensioni di prestiti e linee di credito" e ai "requisiti di garanzia"; gli "altri criteri" sono costituiti da "clausole contrattuali", "oneri diversi dai tassi di interesse" e "scadenza". Le percentuali nette riportate per i tre gruppi sono medie semplici dell'irrigidimento netto dei termini sottostanti precedentemente elencati.

to prevalentemente in un aumento dei margini. Sembra però che abbiano svolto un ruolo non trascurabile anche requisiti più stringenti concernenti l'ammontare dei prestiti (e altri criteri diversi dai prezzi).

In genere, è piuttosto arduo individuare gli effetti della domanda e dell'offerta sottostanti l'andamento del credito, soprattutto perché sia le variazioni della domanda sia quelle dell'offerta esercitano un impatto sui tassi bancari attivi e sui volumi di credito. Questo fenomeno è illustrato in maniera molto stilizzata nella figura 3, che riporta gli effetti sui tassi attivi e sul volume dei prestiti in una situazione in cui diminuiscono sia l'offerta che la domanda. In tale circostanza, i due fattori contrapposti innescano una riduzione del credito offerto all'economia; allo stesso tempo, l'effetto netto sui tassi attivi dipende dal vigore relativo dei due effetti. Il presente articolo si propone di individuare e valutare le implicazioni di variazioni della curva dell'offerta di prestiti per i volumi e i prezzi dei prestiti.

Nella pratica, il monitoraggio del funzionamento del mercato del credito bancario e l'individuazio-

Figura 3 Domanda e offerta di prestiti



Nota: L^S corrisponde alla curva dell'offerta di prestiti, mentre L^D a quella della domanda.

ne di deterioramenti dell'offerta di credito implicano una conoscenza approfondita e un'analisi costante del sistema finanziario e delle decisioni in merito all'offerta di prestiti da parte degli intermediari finanziari. In generale, è prevedibile che la decisione di un istituto di soddisfare la domanda di prestiti della propria clientela dipenda da una serie di fattori. In primo luogo, essa sarà determinata dalla capacità dell'istituto di finanziare l'ammontare complessivo richiesto dai prenditori: questa sarà riconducibile ai capitali erogabili di cui dispone in termini di depositi e di accesso alle fonti di finanziamento all'ingrosso, nonché all'ammontare del capitale che può destinare all'attività di prestito, il quale a sua volta dipende dai requisiti regolamentari e dalle forze di disciplina del mercato. In secondo luogo, la decisione sarà soggetta a un calcolo di rischio e rendimento che valuta il costo opportunità e le possibili asimmetrie informative tra le banche e la clientela. Ciò, fra l'altro, comporta la ponderazione di numerosi elementi, fra cui la valutazione da parte della banca della probabilità che il prestito sia rimborsato (che risente, tra l'altro, del valore delle garanzie e delle prospettive economiche generali e specifiche alle singole im-

prese), le opportunità di investimento alternativo per l'istituto e le fonti di finanziamento alternative per il potenziale prenditore. Queste ultime dipenderanno, a loro volta, dal grado di concorrenza nel settore bancario e nel sistema finanziario più ampio, dal modello di attività bancaria del prestatore (ad esempio, dalla misura in cui la banca si impegna in prestiti con relazione a lungo termine), dalla presenza di frizioni informative e dal grado di avversione al rischio ascrivibile alla banca. Tutti questi fattori potenzialmente hanno un impatto sulla concessione di prestiti da parte della banca, sia per quanto concerne i volumi che è propensa a erogare sia riguardo al prezzo a cui è disposta a farlo.

La politica monetaria ha il potenziale di incidere su numerosi elementi che determinano le decisioni delle banche di concedere prestiti. Nella letteratura economica, oltre all'impatto sui tassi di interesse bancari attraverso il "canale dei tassi di interesse", la trasmissione della politica monetaria all'offerta di prestiti bancari è tradizionalmente classificata come il "canale del credito" del meccanismo di trasmissione. Quest'ultimo evidenzia l'impatto che variazioni dei tassi di politica monetaria possono avere, da un lato, sulla capacità di finanziamento e sulla posizione patrimoniale delle banche (canale del credito in "senso stretto") e, dall'altro, sul valore delle garanzie e sul patrimonio netto dei prenditori di prestiti (canale del credito in "senso lato"). La politica monetaria potrebbe inoltre incidere sulla propensione al rischio delle banche e, quindi, sui criteri che le banche applicano ai prestiti erogati, influenzandone la percezione del rischio e la disponibilità ad assumere rischio aggiuntivo²⁾.

Sebbene con ogni probabilità gli interventi di politica monetaria influiscono sulla domanda di prestiti bancari principalmente attraverso il canale tradizionale dei tassi di interesse, è importante che la banca centrale sia anche in grado di individuare e tenere sotto osservazione quanto più precisamente possibile l'impatto sul lato dell'offerta. In una prospettiva di politica monetaria, è importante sapere se l'andamento dei prestiti aggregati al settore privato non finanziario è determinato da variazioni della domanda o dell'offerta di prestiti.

Infatti, gli strumenti e gli interventi cui i responsabili della politica monetaria potrebbero aver bisogno di ricorrere possono essere sostanzialmente diversi, a seconda che la banca centrale si proponga di agire sull'offerta o sulla domanda di prestiti, oppure su entrambe. È importante, inoltre, individuare la causa sottostante a uno shock nell'offerta di prestiti. La reazione della politica monetaria può presentare sostanziali differenze se le banche riducono i prestiti (e/o irrigidiscono i criteri di concessione del credito) perché il merito di credito dei prenditori è peggiorato oppure perché non riescono a finanziarsi sul mercato. Nel primo caso una riduzione dei tassi di riferimento incoraggerebbe la domanda aggregata, in modo che nel tempo aumentino il patrimonio netto delle società e la disponibilità delle banche a erogare prestiti. Nel secondo caso, l'offerta della liquidità necessaria agli istituti metterebbe questi ultimi in condizione di soddisfare la domanda di prestiti delle imprese redditizie.

Inoltre, assume particolare importanza misurare l'interazione tra la politica monetaria e l'offerta di prestiti durante i periodi di crisi, quando il settore bancario è sotto pressione e l'offerta di prestiti risente di shock avversi. In tali circostanze, è indispensabile che la banca centrale sia bene a conoscenza dell'entità delle implicazioni delle azioni di politica monetaria per l'offerta di prestiti, al fine di attenuare gli shock su quest'ultima e mettere le banche in condizione di ottemperare al loro ruolo di intermediari finanziari per l'economia. Tali azioni di politica monetaria possono andare dalle modifiche dei tassi di riferimento a numerose misure cosiddette "non convenzionali". Tra queste ultime si annoverano, in primo luogo, l'offerta di liquidità alle banche attraverso operazioni di rifinanziamento con piena aggiudicazione degli importi, l'ampliamento del connesso sistema delle garanzie, l'estensione della scadenza delle operazioni di liquidità, non-

2) In letteratura spesso si fa riferimento a questo canale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria come al "canale dell'assunzione di rischio" ("risk-taking channel"); cfr. per esempio Borio, C. e H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism*, Working Paper della BRI, n. 268, Banca dei regolamenti internazionali.

ché l'acquisizione di attività bancarie o di debito (cartolarizzato). In seconda istanza, le misure potrebbero arrivare a comprendere l'offerta diretta di fondi all'economia reale attraverso l'acquisto di titoli di debito emessi dal settore non finanziario privato oppure offrendo finanziamenti a banche intermediarie di emanazione statale che fungano da catalizzatore per l'erogazione del credito alle piccole e medie imprese.

In questo contesto, il presente articolo si concentra sull'offerta dei prestiti bancari e passa in rassegna, inizialmente, le argomentazioni teoriche per l'esistenza di collegamenti tra politica monetaria e decisioni delle banche in materia di concessione dei prestiti. In secondo luogo, presenta le evidenze empiriche recenti sui canali del credito e dell'assunzione del rischio relativi alla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, sulla base dei dati microeconomici e delle informazioni provenienti dall'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema. Parimenti, l'articolo valuta l'impatto sulla trasmissione della politica monetaria all'offerta del credito sia della crisi finanziaria sia delle recenti innovazioni finanziarie. Infine, si formulano alcune osservazioni conclusive in una prospettiva di politica monetaria.

2 IL CANALE DEL CREDITO IN UNA PROSPETTIVA TEORICA

La presente sezione passa in rassegna i meccanismi teorici alla base dell'impatto della politica monetaria sull'attività di prestito bancario, che va quindi a ripercuotersi a sua volta sull'economia reale³⁾.

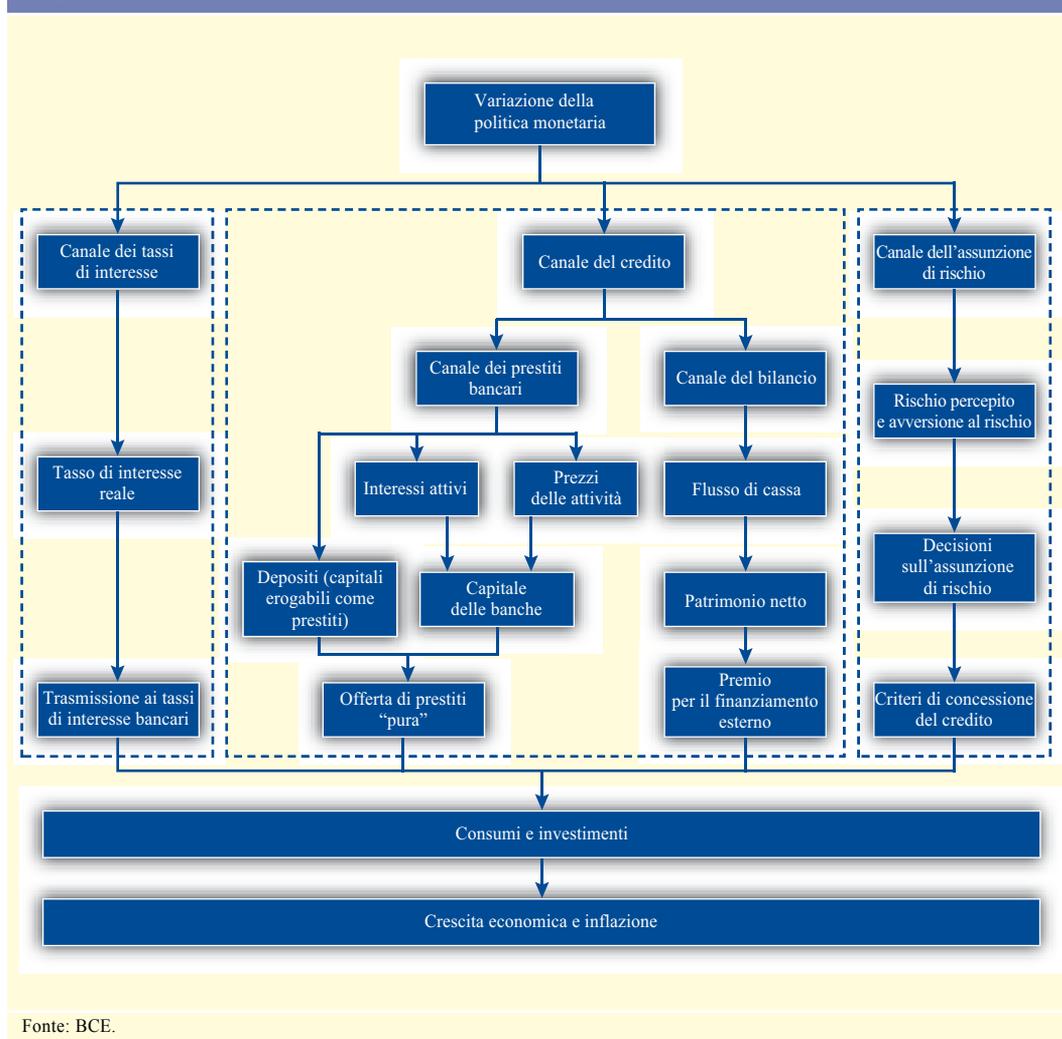
Come illustra la figura 4, la politica monetaria, attraverso le banche, può incidere sull'economia mediante vari canali. Essa può avere un impatto sulla domanda aggregata nell'ambito del tradizionale canale dei tassi di interesse⁴⁾. Le banche determinano la trasmissione dei tassi di politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari a favore delle imprese e delle famiglie⁵⁾. Una politica monetaria più restrittiva, potendo dar luogo a tassi attivi più elevati, riduce la domanda di prestiti

da parte delle imprese e delle famiglie, determinando quindi in ultima istanza una domanda aggregata inferiore attraverso la riduzione degli investimenti e dei consumi. Questo meccanismo, tuttavia, non è il principale argomento del presente articolo, benché probabilmente costituisca il canale più importante della politica monetaria.

La politica monetaria può anche influenzare la capacità e l'incentivo delle banche a offrire prestiti attraverso il funzionamento del cosiddetto canale del credito. In un sistema finanziario privo di imperfezioni, sarebbero finanziati tutti i progetti con un valore attuale netto positivo, indipendentemente dal patrimonio netto del prenditore (o dei prenditori) e/o del prestatore (o dei prestatori). Tuttavia, le imperfezioni dei mercati finanziari, quali le asimmetrie informative e l'incompletezza dei contratti, fanno sì che, a causa ad esempio di problemi dovuti a comportamenti opportunistici (*moral hazard*), i prestatori non finanzino sempre i progetti con un valore attuale netto positivo. In tali casi, il patrimonio netto del prenditore (o dei prenditori) e/o del prestatore (o dei prestatori) riveste importanza ai fini dell'offerta di prestiti e può essere influenzato dalla politica monetaria⁶⁾.

- 3) Per una rassegna esaustiva, cfr. anche l'articolo *Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.
- 4) Il canale dei tassi di interesse poggia sull'ipotesi che alcuni prezzi e salari nominali nel breve periodo siano rigidi (ossia esibiscono vischiosità). Per un'evidenza recente sul meccanismo generale di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro, cfr. per esempio Boivin, J., M.P. Giannoni e B. Mojon, "Macroeconomic dynamics in the euro area", in Acemoglu, D., K. Rogoff e M. Woodford (a cura di) (2008), *NBER Macroeconomics Annual 2008*, National Bureau of Economic Research. Per evidenze risalenti ai primi anni 2000, cfr. gli studi condotti dal network dell'Eurosistema sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria e raccolti in Angeloni, I., A.N. Kashyap e B. Mojon (a cura di) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.
- 5) Cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.
- 6) Cfr. Bernanke, B.S. e M. Gertler, "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, autunno 1995, pagg. 27-48; nonché Bernanke, B.S. (2007), "The Financial Accelerator and the Credit Channel", discorso pronunciato alla conferenza *The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century*, Federal Reserve Bank of Atlanta. Cfr. anche Stiglitz, J.E. e B. Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press.

Figura 4 I principali canali di trasmissione della politica monetaria che coinvolgono le banche



Fonte: BCE.

Ciò, a sua volta, esercita un'influenza sull'attività economica reale e sull'inflazione, soprattutto nell'area dell'euro dove le banche sono i principali fornitori di finanziamenti esterni al settore privato non finanziario.

Il canale del credito della trasmissione di politica monetaria si articola a sua volta in due canali (cfr. figura 4). Quanto al primo (il canale dei prestiti bancari), una variazione dei tassi di politica monetaria incide sui bilanci delle banche dal lato delle passività, il che innesca a sua volta correzioni dal lato delle attività attraverso modifiche al portafoglio prestiti degli istituti⁷⁾. Poiché le banche si finanziano in ampia misura

attraverso il debito a breve termine e i depositi, un inasprimento monetario tenderebbe a ridurre l'offerta di prestiti, attraverso il suo impatto negativo sulla disponibilità di fondi per le banche. Questo effetto si fonda sull'ipotesi che le banche non siano in grado di sostituire completamente il debito a breve termine e i depositi con finan-

7) Cfr. per esempio Bernanke, B.S. e A. Blinder, "Credit, money, and aggregate demand", *American Economic Review*, 78, n. 2, maggio 1988, pagg. 901-921; Diamond, D.W. e R.G. Rajan (2006), "Money in a Theory of Banking", *American Economic Review*, 96, pagg. 30-53; nonché Stein, J.C. (1998), "An Adverse-Selection Model of Bank Asset and Liability Management with Implications for the Transmission of Monetary Policy", *RAND Journal of Economics*, n. 29, pagg. 466-486.

ziamenti da altre fonti, oppure che non dispongano di riserve di liquidità sufficienti⁸⁾.

Inoltre, un aumento dei tassi a breve termine può accrescere il premio del finanziamento esterno per le banche (cioè il premio sul tasso privo di rischio corrisposto agli investitori esteri) riducendo potenzialmente il patrimonio netto delle attività bancarie e aumentando l'onere di rischio per gli istituti. Ciò si ripercuoterebbe anche sull'offerta di prestiti⁹⁾. In questo senso, il canale dei prestiti bancari comprende l'impatto della politica monetaria trasmesso attraverso la posizione patrimoniale degli istituti, detto anche il canale della posizione patrimoniale delle banche¹⁰⁾. Tramite gli effetti sulle valutazioni dei bilanci delle banche e sulla loro redditività complessiva, i tassi di politica monetaria influenzano la posizione patrimoniale delle banche, inducendole così a correggere l'offerta di prestiti al fine di conseguire il grado di leva finanziaria e gli indici patrimoniali desiderati, nonché di soddisfare i requisiti patrimoniali obbligatori. Pertanto, l'effetto della politica monetaria sull'offerta di prestiti bancari dipenderà dalla liquidità e dalla posizione patrimoniale delle banche, nonché dal volume e dalla struttura per scadenze delle loro passività¹¹⁾.

Il secondo meccanismo che ricade nel canale del credito della trasmissione della politica monetaria, il canale del bilancio, opera attraverso le variazioni della qualità dei prenditori (cfr. figura 4). Le modifiche apportate ai tassi di riferimento possono influire sul patrimonio netto dei prenditori mediante l'impatto sui flussi di cassa e sul valore delle garanzie. Il premio per il finanziamento esterno versato dai prenditori dipende in maniera inversa dal rispettivo patrimonio netto. Quando i prenditori dispongono di un patrimonio modesto per concorrere al finanziamento di un progetto, il conflitto di interessi tra prenditore e fornitori di finanziamenti esteri è potenzialmente maggiore, il che si traduce in un compenso più elevato da corrispondere agli investitori esteri. Inoltre, il patrimonio netto dei prenditori è in genere prociclico (in quanto i profitti e i prezzi delle attività tendono a essere prociclici) e, quindi, il premio per

il finanziamento esterno è anticiclico. Questa circostanza amplifica l'impatto delle variazioni dei tassi a breve termine sulla disponibilità del credito, e quindi su investimenti, consumi e produzione (meccanismo denominato acceleratore finanziario)¹²⁾. Pertanto, l'effetto della politica monetaria sull'offerta di prestiti bancari dipende dal patrimonio netto dei prenditori (coefficiente patrimoniale, indice di liquidità, dimensioni e immobilizzazioni materiali)¹³⁾.

I canali del bilancio (delle società) e dei prestiti bancari sono interconnessi. Un inasprimento monetario riduce il patrimonio netto dei prenditori che, a sua volta, diminuisce il patrimonio netto delle banche attraverso un aumento del rischio di credito dei rispettivi portafogli prestiti. Le limitazioni all'offerta di prestiti bancari

8) Cfr. Adrian, T. e H. Shin (2009), "Money, Liquidity and Monetary Policy", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 99(2).

9) Cfr. Bernanke (2007), op. cit.

10) L'ipotesi perché funzioni il "canale della posizione patrimoniale" è che il mercato del capitale di rischio bancario sia imperfetto (nel senso che le informazioni imperfette, soprattutto quando le condizioni di finanziamento sono più restrittive, rendono difficile per le banche raccogliere nuovo capitale di rischio); cfr. per esempio Van den Heuvel, S., "Does bank capital matter for monetary transmission?", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, maggio 2002, pagg. 259-265; Kishan, R.P. e T.P. Opiela (2006), "Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy", *Journal of Banking & Finance*, n. 30, pagg. 259-285; nonché Altunbas, Y., G. de Bondt e D. Marqués (2004), "Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area", *Kredit und Kapital*, vol. 37(4), pagg. 443-464.

11) Cfr. per esempio Kashyap, A.N. e J. Stein, "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?", *American Economic Review*, vol. 90, n. 3, giugno 2000, pagg. 407-428. Cfr. anche Den Haan, W.J., S. Sumner e G. Yamashiro (2007), "Bank Loan Portfolios and the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, pagg. 904-924

12) Cfr. Bernanke, B.S., M. Gertler e S. Gilchrist, "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in Taylor, J. e M. Woodford (a cura di) (1999), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam; Stiglitz, J.E. e A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, n. 3, giugno 1981, pagg. 393-410; nonché Holmström, B. e J. Tirole (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 3, pagg. 663-691.

13) Cfr. Bernanke, B.S., M. Gertler e S. Gilchrist (1996), "The Financial Accelerator and the Flight to Quality", *Review of Economics and Statistics*, 78, pagg. 1-15; nonché Ashcraft, A. e M. Campello (2007), "Firm balance sheets and monetary policy transmission", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, pagg. 1515-1528.

possono inoltre diminuire il patrimonio netto dei prenditori a seguito del più elevato costo del capitale e/o la riduzione del credito effettivamente concesso.

Più di recente, è stato introdotto il concetto di canale dell'“assunzione di rischio” (“*risk-taking channel*”) ¹⁴). Bassi tassi di interesse a breve termine possono accrescere l'assunzione di rischio da parte delle banche mediante vari meccanismi. In primo luogo, livelli contenuti di tassi di interesse (tassi di riferimento e rendimenti dei titoli di Stato) possono accrescere l'appetibilità di attività rischiose per tutti gli investitori, comprese le banche. Questo effetto è osservabile in modelli di ottimizzazione di portafoglio in un quadro di analisi media-varianza oppure in modelli che includono *habit formation* (la formazione delle abitudini). Gli investitori possono diminuire la propria avversione al rischio durante le espansioni economiche perché i loro consumi aumentano rispetto ai livelli normali. Condizioni di politica monetaria meno restrittive possono attenuare l'avversione al rischio degli investitori sostenendo l'attività economica reale ¹⁵). In secondo luogo, quando i tassi di interesse sono bassi e la liquidità è abbondante, è possibile che gli intermediari finanziari eroghino prestiti in eccesso e finanzino progetti con valori attuali netti non ottimali a causa dei conflitti di interessi che discendono da informazioni asimmetriche, spesso diffuse nel settore bancario ¹⁶). Di fatto, il livello dei tassi *overnight* è una determinante essenziale della liquidità per le banche, in quanto queste aumentano i propri bilanci (leva finanziaria) quando le condizioni di finanziamento (attraverso il debito a breve termine) sono più favorevoli, e viceversa ¹⁷). Pertanto, tassi di interesse a breve termine contenuti possono aumentare l'assunzione di rischio da parte delle banche attraverso questi canali ¹⁸).

Nel complesso, vi sono svariati meccanismi teorici con cui la politica monetaria può influire sull'offerta di prestiti che le banche sono disposte e in grado di offrire alle imprese e alle famiglie. Dato che, nell'area dell'euro, le banche sono i principali fornitori di finanziamenti esterni a imprese e famiglie, le variazioni del-

l'offerta di prestiti bancari può, a sua volta, influire sull'attività economica. La trasmissione della politica monetaria attraverso i canali del credito e dell'assunzione di rischio può quindi amplificare potenzialmente le implicazioni della politica monetaria per il prodotto e l'inflazione derivanti dall'impatto sulla domanda attraverso il canale dei tassi di interesse.

3 EVIDENZA EMPIRICA SUI CANALI DEL CREDITO E DELL'ASSUNZIONE DI RISCHIO NELL'AREA DELL'EURO

La presente sezione presenta una rassegna dell'evidenza empirica per l'area dell'euro relativa all'impatto della politica monetaria sull'offerta di prestiti bancari e, in ultima istanza, sull'attività economica. Più specificatamente, fornisce indicazioni riguardo ai diversi canali di trasmis-

14) Cfr. per esempio Borio, C. e H. Zhu (2008), *op. cit.*

15) Cfr. Campbell, J. e J. Cochrane (1999), “By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behaviour”, *Journal of Political Economy*, vol. 107, pagg. 205-251; Manganelli, S. e G. Wolswijk (2007), *Market discipline, financial integration and fiscal rules – what drives spreads in the euro area government bond market?*, Working Paper della BCE, n. 745; nonché Bernanke, B.S. e K.N. Kuttner, “What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?”, *The Journal of Finance*, vol. 60, n. 3, giugno 2005, pagg. 1221-1257. Per un'analisi della ricerca di rendimento associata a bassi livelli di tassi di interesse, cfr. Rajan, R.G. (2005), *Has Finance Made the World Riskier?*, Working Paper dell'NBER, n. 11728, e contributo presentato al simposio patrocinato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.

16) Cfr. Allen, F. e D. Gale (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press; nonché Allen, F. e D. Gale, “Asset price bubbles and monetary policy” in Desai, M. e Y. Said (a cura di) (2004), *Global Governance and Financial Crises*. In assenza di problemi di agenzia delle banche, queste ultime, qualora si ritrovino con un eccesso di liquidità, restituiscono i capitali agli azionisti o alla banca centrale. cfr. anche Dell'Ariccia, G. e R. Marquez (2006), “Lending Booms and Lending Standards”, *Journal of Finance*, n. 61(5), pagg. 2511-2546, nonché Diamond e Rajan (2006), *op. cit.*

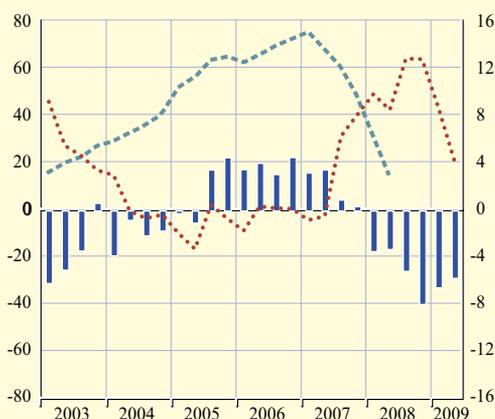
17) Cfr. Shin, H., “Risk and liquidity”, *2008 Clarendon Lectures in Finance*, Oxford University Press, di prossima pubblicazione; nonché Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud e H. Shin (2009), “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, 11.

18) Anche la cartolarizzazione dei prestiti incrementa la liquidità delle banche e genera attività con rendimenti attraenti per gli investitori. Allo stesso tempo, è possibile che essa induca una minore selezione e un minor monitoraggio dei prestiti cartolarizzati. L'impatto di tassi contenuti sull'assunzione di rischio da parte delle banche può pertanto essere maggiore in presenza di un'intensa attività di cartolarizzazione (cfr. Rajan (2005), *op. cit.*).

Figura 5 Prestiti alle società non finanziarie nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuali nette)

- domanda di prestiti delle imprese (percentuali nette; scala di sinistra)
- criteri applicati per la concessione di prestiti alle imprese (percentuali nette; scala di sinistra)
- - - - prestiti alle società non finanziarie (tasso di crescita sul periodo corrispondente; ritardato di quattro trimestri; scala di destra)

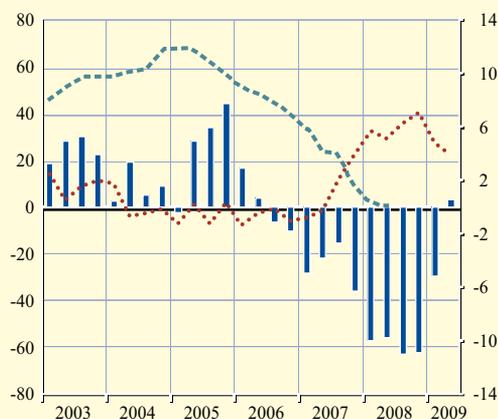


Fonte: BCE.

Figura 6 Mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuali nette)

- domanda di mutui delle famiglie (percentuali nette; scala di sinistra)
- criteri applicati per la concessione di mutui alle famiglie (percentuali nette; scala di sinistra)
- - - - mutui alle famiglie (tasso di crescita sul periodo corrispondente; ritardato di quattro trimestri; scala di destra)



Fonte: BCE.

sione della politica monetaria analizzati in precedenza, facendo riferimento all'area dell'euro.

I risultati empirici sono articolati in tre parti: in primo luogo viene esaminato l'impatto della politica monetaria sui bilanci delle banche e sull'offerta di prestiti. Si analizza in seguito l'impatto della politica monetaria sui bilanci dei prenditori e sull'offerta di prestiti. Infine, si valuta l'impatto delle variazioni dell'offerta di prestiti sull'attività economica e sull'inflazione. Questi risultati aiutano ad affrontare una delle principali sfide che le banche centrali fronteggiano nel misurare l'impatto della politica monetaria sull'offerta di prestiti, ossia distinguere, quanto più precisamente possibile, gli effetti di domanda e offerta dei prestiti. Empiricamente, è arduo individuare gli effetti di offerta utilizzando serie temporali aggregate. Pertanto, nella letteratura empirica spesso si ricorre a caratteristiche specifiche alle singole banche che influenzano direttamente l'offerta di prestiti, mentre si ipotizza in genere che la domanda non dipenda

dalla situazione delle singole banche bensì da fattori macroeconomici. Oltre a utilizzare tali evidenze a livello microeconomico, in questo articolo si fa uso anche delle risposte all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema, che contempla informazioni sulle valutazioni delle banche dell'area dell'euro circa le condizioni della domanda e dell'offerta di prestiti e che quindi consente una potenziale individuazione degli effetti dal lato dell'offerta anche a livello più aggregato dell'area dell'euro. Come illustrano le figure 5 e 6, in cui appaiono informazioni provenienti dall'indagine menzionata, il credito bancario tende a essere correlato in maniera fortemente positiva con le variazioni della domanda di prestiti e in maniera negativa con quelle dei criteri per la concessione del credito (che riflettono sostanzialmente le condizioni di offerta delle banche). L'utilizzo delle informazioni tratte dall'indagine ai fini dell'identificazione del ruolo di domanda e offerta richiede tuttavia alcune puntualizzazioni di carattere generale, in quanto tali informazioni

sono di carattere qualitativo e, quindi, soggettive per natura; vi è dunque un potenziale collegamento endogeno tra le risposte che si riferiscono alla domanda di credito e quelle che si riferiscono all'offerta¹⁹). Inoltre, nel caso dell'indagine sul credito bancario, l'orizzonte temporale dei dati disponibili è ancora limitato, in quanto la prima edizione dell'indagine si è tenuta solo nel quarto trimestre del 2002.

IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA SUI BILANCI DELLE BANCHE E SULL'OFFERTA DI PRESTITI

La questione relativa alla misura in cui la politica monetaria si ripercuote sull'offerta di prestiti bancari è in genere analizzata nei termini dei canali del credito e dell'assunzione del rischio (cfr. sezione 2). A tale riguardo, è utile distinguere tra il canale dei prestiti bancari "tradizionale" (che opera attraverso la disponibilità di fondi), il canale della posizione patrimoniale delle banche (mediante l'impatto sulla redditività e la posizione patrimoniale di tali istituti), il canale del bilancio (relativo al patrimonio netto dei prenditori di prestiti bancari) e il canale dell'assunzione di rischio (che funziona tramite il rischio percepito dagli enti creditizi). Di seguito sono illustrate le evidenze empiriche per l'area dell'euro in relazione a questi quattro canali.

Per quanto concerne il canale "tradizionale" dei prestiti bancari, secondo cui ci si può attendere che una variazione dei tassi di politica monetaria che incide sulle passività delle banche eserciti un impatto sulla capacità delle banche di concedere prestiti, l'evidenza empirica per l'area dell'euro è piuttosto contrastante²⁰. Inizialmente, evidenza sull'importanza del canale dei prestiti bancari nell'area dell'euro è stata offerta dai risultati degli studi condotti dal *network* dell'Eurosistema sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Monetary Transmission Network, MTN)²¹. In parziale contrasto con le evidenze negli Stati Uniti, l'MTN ha rilevato che le caratteristiche del settore bancario in molti paesi dell'area dell'euro hanno in qualche misura messo al riparo le banche dagli effetti della politica monetaria sul loro finanzia-

mento e, quindi, sulla loro capacità di erogare prestiti. Ad esempio, si è accertato che il parziale coinvolgimento pubblico nei settori bancari nazionali, i vasti sistemi di tutela dei depositi, l'esistenza di accordi nell'ambito di reti bancarie e la rilevanza della concessione di prestiti sulla base di relazioni sminuiscono l'importanza del canale dei prestiti bancari in molti paesi dell'area dell'euro. In base ai risultati dell'MTN, si è riscontrato che solo il grado di liquidità della banca interagisce in misura significativa con la politica monetaria, nel senso che le banche meno liquide sono più propense a modificare la loro attività di prestito in reazione a variazioni della politica monetaria. Più di recente, anche l'importanza crescente delle fonti di finanziamento diverse dai depositi, come il finanziamento sui mercati dei capitali (ad esempio l'emissione di *covered bonds*) e la rapida espansione del mercato delle cartolarizzazioni dell'area dell'euro, ha mostrato la tendenza a indebolire il canale dei prestiti bancari. A tale riguardo, il riquadro esamina il ruolo dell'innovazione finanziaria nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, considerando anche gli effetti delle turbolenze finanziarie. Tuttavia, mentre gli stu-

19) Nell'analizzare le risposte dell'indagine relative ai fattori che contribuiscono all'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito, questa precisazione vale in particolare per i fattori connessi al rischio che riflettono la valutazione del merito di credito dei prenditori.

20) Al contrario, per gli Stati Uniti sono state rilevate evidenze precedenti a favore del canale dei prestiti bancari, utilizzando approcci di modellizzazione microeconomica. In particolare, si è riscontrato che la politica monetaria aveva effetti distributivi fra le banche con gradi diversi di opacità informativa (misurata, per esempio, da dimensioni, liquidità e patrimonio); cfr. per esempio Peek, J. ed E.S. Rosengren, "Bank lending and the transmission of monetary policy", in Peek, J. ed E.S. Rosengren (a cura di) (1995), *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, n. 39, pagg. 47-68; Kashyap e Stein (2000), *op. cit.* Uno studio connesso che utilizza un approccio di modellizzazione diverso è stato intrapreso da Driscoll, J.C. (2004), "Does bank lending affect output? Evidence from the U.S. states", *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, pagg. 451-471. Per risultati analoghi, cfr. anche Ashcraft, A. (2003), "New evidence on the lending channel", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38(3), pagg. 751-776.

21) Cfr., in particolare, Ehrmann, M., L. Gambacorta, J. Martínez Pagés, P. Sevestre e A. Worms, "Financial systems and the role of banks in monetary policy", in Angeloni, I., A.K. Kashyap e B. Mojon (a cura di) (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, nonché i documenti collegati ivi citati.

di dell'MTN sono stati condotti principalmente sulla base di campioni di dati che coprono il periodo precedente all'introduzione dell'euro, studi più recenti basati su dati relativi al periodo successivo all'avvio della Terza fase dell'UEM hanno riscontrato alcune evidenze del funzionamento del canale dei prestiti bancari in alcuni paesi dell'area dell'euro²²⁾.

22) Utilizzando l'approccio di Driscoll (*op. cit.*) per un gruppo di paesi dell'area dell'euro, gli studi rilevano che gli shock sulla domanda di moneta hanno un effetto significativo sui prestiti bancari (e, contrariamente ai risultati di Driscoll, anche sull'attività economica); cfr. Capiello, L., A. Kadareja, C. Kok Sørensen e M. Protopapa, *Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area*, Working Paper della BCE, di prossima pubblicazione; nonché Čihák, M. e P.K. Brooks (2008), *From subprime loans to subprime growth? Evidence for the euro area*, Working Paper dell'FMI, n. 09/69, Fondo monetario internazionale.

Riquadro

ANALISI DELL'IMPATTO DELL'INNOVAZIONE FINANZIARIA SULL'OFFERTA DI PRESTITI BANCARI ALLA LUCE DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE

Gli anni precedenti alla turbolenza nei mercati creditizi hanno coinciso con considerevoli incrementi del volume e della complessità dell'attività di cartolarizzazione, nonché del numero di paesi facenti ricorso a prodotti di finanza strutturata. Sebbene negli Stati Uniti la cartolarizzazione sia impiegata come tecnica di finanziamento da oltre 50 anni, nell'area dell'euro si è avuto un ricorso significativo alla cartolarizzazione solo negli anni recenti¹⁾. Il notevole incremento dell'utilizzo della cartolarizzazione in tutto il mondo ha fatto parte di una più ampia tendenza dell'innovazione finanziaria verso la strutturazione e la negoziazione del rischio di credito²⁾. Nell'insieme, questi andamenti hanno concorso a rendere il rischio di credito più negoziabile. Questa tendenza ha compreso anche lo sviluppo di derivati creditizi e l'impiego frequente di tecniche di cartolarizzazione, in combinazione con forme più tradizionali di trasferimento del rischio di credito, come l'emissione di prestiti sindacati. Questa rivoluzione nelle tecniche di trasferimento del rischio di credito sarebbe riconducibile a vari fattori concorrenti, come la globalizzazione dei mercati finanziari, i miglioramenti della tecnologia dell'informazione e dei modelli di definizione dei prezzi, nonché i progressi verso un sistema finanziario maggiormente basato sul mercato. In Europa, la scomparsa del rischio connesso al tasso di cambio fra i paesi appartenenti all'area dell'euro, l'aumento dell'integrazione finanziaria e un sistema finanziario più basato sul mercato sono stati tutti elementi che hanno contribuito ad accrescere la liquidità e le dimensioni del mercato delle cartolarizzazioni.

La recente crisi dei mercati finanziari ha avuto un impatto enorme sui mercati delle cartolarizzazioni. A tale proposito, benché l'attività di cartolarizzazione nei mercati primari sia rimasta vigorosa, la maggior parte degli strumenti cartolarizzati in queste circostanze è rimasta nei bilanci delle istituzioni erogatrici. Il mercato primario per le cartolarizzazioni è stato molto debole e si è quasi arrestato per gran parte del 2008 e nella prima metà del 2009, mentre si continua a osservare una certa attività nel mercato secondario. Inoltre, le evidenze desunte dall'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro nei trimestri recenti suggeriscono che le difficoltà ad accedere ai mercati delle cartolarizzazioni si ripercuotono sulla propensione e sulla capacità delle banche di erogare prestiti. È probabile che la situazione rimanga tale anche nel prossimo futuro, in ragione di una base di investitori destabilizzata che ha subito perdite molto pesanti durante la crisi finanziaria, del livello elevato di incertezza e di un'offerta in eccesso da prima della crisi.

- 1) Per una spiegazione della cartolarizzazione nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.
- 2) Marqués-Ibáñez, D. e M. Scheicher, "Securitisation: Causes and Consequences", in Berger, A., P. Molyneux e J. Wilson (a cura di), *Handbook of Banking*, Oxford University Press, di prossima pubblicazione.

Questi andamenti dell'attività di cartolarizzazione hanno indotto cambiamenti significativi sia nella struttura finanziaria della maggior parte dei paesi sviluppati sia nel ruolo delle banche che vi operano. A questo riguardo, l'impiego della cartolarizzazione prima della crisi finanziaria ha modificato il funzionamento dei mercati creditizi, ridimensionando il ruolo fondamentale di trasformazione della liquidità tradizionalmente svolto dagli intermediari finanziari. La trasformazione del ruolo delle banche da "erogare e mantenere in portafoglio" (*originate and hold*) a "originare, riconfezionare e poi rivendere" (*originate, repackage and sell*) ha avuto implicazioni anche per gli incentivi e la capacità degli istituti di concedere crediti. Infatti, in una prospettiva macroeconomica, la cartolarizzazione ha determinato cambiamenti rilevanti nei mercati creditizi, modificando quindi la dinamica dei prestiti. A tale proposito, una delle conseguenze della cartolarizzazione in una prospettiva macroeconomica è stata una crescita complessiva dell'offerta aggregata di prestiti, per effetto delle caratteristiche dell'attività di cartolarizzazione che libera elementi precedentemente illiquidi delle varie tipologie di credito, incoraggiando così una più ampia mobilitazione di capitali da parte degli investitori. Inoltre, rimuovendo interamente i prestiti dai propri bilanci, le banche sono state spesso in grado di ottenere una riduzione dei requisiti patrimoniali, il che ha consentito loro anche di ampliare l'offerta di prestiti. Da un punto di vista microeconomico, la capacità di cartolarizzare parte delle proprie attività ha permesso alle banche di accedere a finanziamenti aggiuntivi che potevano, a loro volta, essere impiegati per concedere ulteriori prestiti. Studi recenti suggeriscono che l'espansione dell'offerta di credito negli anni recenti è in parte imputabile alla cartolarizzazione. In particolare, vi sono evidenze che la crescita del credito è superiore nelle aree che registrano aumenti più rilevanti dell'attività di cartolarizzazione e sembra che le banche più attive nel mercato delle cartolarizzazioni offrano anche più prestiti³⁾.

La cartolarizzazione potrebbe aver modificato inoltre la funzione di monitoraggio espletata dalle banche⁴⁾. Spostando gli strumenti dai bilanci delle banche ai mercati, vi potrebbero essere stati minori incentivi per gli intermediari finanziari a selezionare i prenditori. Ciò è in linea con le evidenze recenti che suggeriscono che la cartolarizzazione potrebbe aver indotto un allentamento dei criteri di erogazione dei prestiti⁵⁾. Rendendo le banche più dipendenti dal finanziamento sul mercato, la cartolarizzazione ha potuto rafforzare i collegamenti tra l'attività di prestito bancario, il finanziamento degli enti creditizi e l'evoluzione sistemica nei mercati finanziari. Si ritiene di conseguenza che la capacità delle banche di erogare prestiti e gli incentivi in questo senso dipendano dalle condizioni dei mercati finanziari in misura maggiore rispetto al passato, quando la principale fonte di finanziamento bancario era costituita dai depositi. Ciò va ricondotto principalmente al fatto che, rispetto agli strumenti negoziabili, i depositi hanno di norma una remunerazione più stabile e sono, per definizione, più svincolati dalle condizioni sui mercati finanziari. Nel complesso, in casi estremi, la cartolarizzazione potrebbe avere un impatto significativo sulla capacità delle banche di concedere crediti.

Ci si attende, tuttavia, che il ritorno di un vivace mercato delle cartolarizzazioni assuma una forma alquanto diversa da quella osservata nel periodo precedente alla crisi. In particolare, è pre-

3) Sufi, A. e A. Mian (2009), "The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the U.S. mortgage default crisis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124(4); nonché Altunbas, Y., L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, "Securitisation and the bank lending channel", *European Economic Review*, di prossima pubblicazione.

4) Cfr. Holmström, B. e J. Tirole (1997), "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112(3), pagg. 663-691; nonché Ashcraft, A. e T. Schuermann, "The seven deadly frictions of subprime mortgage credit securitization", *The Investment Professional*, autunno 2008.

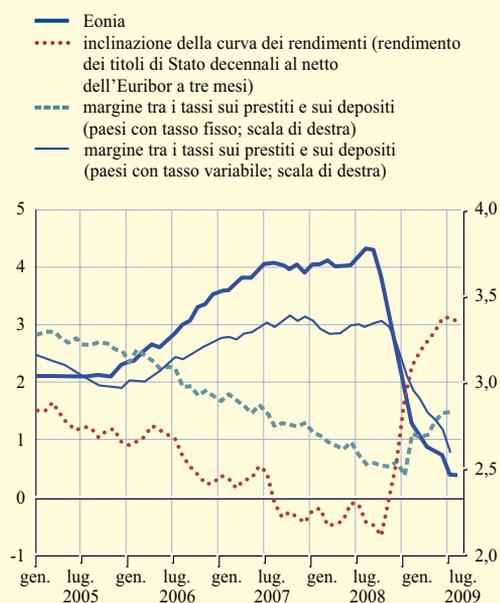
5) Keys, B., T. Mukherjee, A. Seru e V. Vig (2010), "Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125(1).

vista una brusca riduzione del livello di complessità e di leva finanziaria degli strumenti emessi in un mercato più regolamentato. A tale riguardo, un livello superiore di trasparenza e incentivi più allineati sono elementi fondamentali per un mercato delle cartolarizzazioni efficiente.

Quanto al canale della posizione patrimoniale delle banche nell'ambito della definizione più ampia del canale dei prestiti bancari, sussistono alcune evidenze empiriche che suggeriscono che le banche dell'area dell'euro a bassa capitalizzazione sono più sensibili alle variazioni della politica monetaria rispetto a quelle ben capitalizzate²³. Uno studio recente esamina l'importanza della politica monetaria per la redditività delle banche nell'area dell'euro, facendo una distinzione tra i diversi elementi degli utili bancari²⁴. In primo luogo, la natura dell'impatto della politica monetaria sui margini di interesse degli istituti, attraverso il suo effetto sul livello dei tassi di interesse a breve termine e sull'inclinazione della curva dei rendimenti, dipende in misura determinante dal modello di attività adottato dalla banca in questione. In particolare, è emerso che le banche tradizionali, ossia quelle caratterizzate da operazioni con scadenze discordanti nel senso di un'erogazione di prestiti a lungo termine e un finanziamento a breve termine, risentono nella misura maggiore della politica monetaria. È quindi rilevante sapere se le banche erogano prestiti prevalentemente a tasso variabile o fisso. In effetti, vi sono differenze notevoli tra i paesi dell'area dell'euro per quanto concerne il periodo tipico di determinazione iniziale del tasso sui prestiti bancari. Ad esempio, si riscontra che una riduzione dei tassi di riferimento e un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti hanno un impatto positivo sul margine di interesse nei paesi in cui le banche erogano prevalentemente prestiti a tasso fisso a lungo termine, mentre si rileva l'effetto opposto nei paesi in cui le banche erogano in misura maggiore prestiti a tasso variabile e a breve termine (cfr. figura 7). In secondo luogo, a seguito dell'impatto sui prezzi delle attività, una riduzione dei tassi di riferimento tende ad avere effetti di valutazione positivi sul portafoglio di negoziazione delle banche. Un terzo risultato è che, influenzando il valore delle garanzie e i flussi di cassa dei prenditori di prestiti bancari, le variazioni indotte

Figura 7 Margini tra i tassi sui prestiti e sui depositi delle IFM e curva dei rendimenti

(percentuali annue; punti percentuali)



Fonti: BCE e Reuters.

Note: la categoria dei "paesi con tasso fisso", che comprende Belgio, Germania, Francia e Paesi Bassi, corrisponde ai paesi in cui oltre il 50 per cento dei mutui ipotecari sono a tasso fisso per un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni. La categoria dei "paesi con tasso variabile" è costituita dai rimanenti paesi dell'area dell'euro. Cfr. anche BCE, *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, settembre 2006.

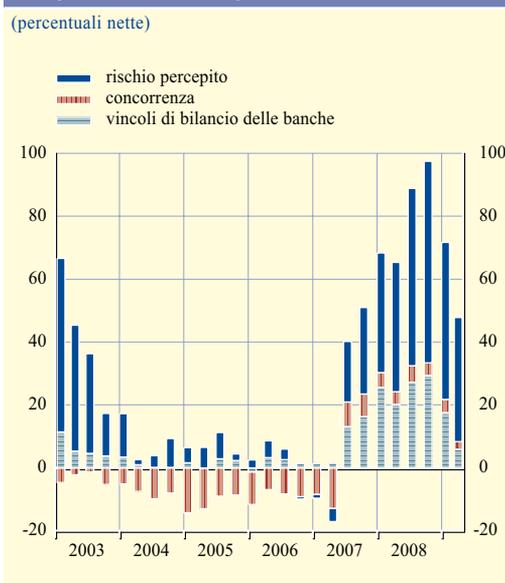
- 23) Cfr. ad esempio Altunbas, Y., G. de Bondt and D. Marqués-Ibáñez, *op. cit.*; Gambacorta, L. e P.E. Mistrulli (2004), "Does bank capital affect lending behaviour?", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13(4), pagg. 436-457; per le evidenze negli Stati Uniti, cfr. ad esempio Kishan, R.P. e T.P. Opiela (2006), "Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy", *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, pagg. 259-285; nonché Bayoumi, T. e O. Melander, *Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages*, Working Paper dell'FMI, n. 08/169, Fondo monetario internazionale; per il Giappone, cfr. ad esempio Watanabe, W. (2007), "Prudential Regulation and the 'Credit Crunch': Evidence from Japan", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n. 2-3, pagg. 639-665.
- 24) Cfr. Hempell, H.S. e C. Kok Sørensen, *Does monetary policy affect bank profitability and bank loan supply? Empirical evidence for the euro area*, Working Paper della BCE, di prossima pubblicazione.

dalla politica monetaria nei prezzi delle attività incidono a loro volta sul livello delle svalutazioni nei portafogli prestiti delle banche, nonché sugli accantonamenti per perdite su prestiti che le banche dovranno effettuare.

Le variazioni indotte dalla politica monetaria nei bilanci delle banche, nonché altri shock che si riflettono sulla solidità delle banche, possono far sì che le banche modifichino la propria offerta di prestiti. Ciò può riflettersi nei volumi messi a disposizione dalle banche, nonché nei termini e nelle condizioni stabilite per il credito. A titolo illustrativo, la figura 8 mostra che, in taluni periodi, i vincoli di bilancio delle banche hanno contribuito a un significativo irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito, in particolar modo durante la recente crisi finanziaria²⁵⁾. Infatti, uno studio recente²⁶⁾ basato sulle informazioni dell'indagine sul credito bancario in un approccio di stima per un gruppo di paesi fornisce evidenze dell'importanza di fattori connessi ai vincoli di bilancio per l'erogazione di prestiti bancari. Tali fattori, ricavati dall'indagine sul credito bancario, possono essere interpretati come effetti "puri" dell'offerta di credito poiché vertono esclusivamente su fattori insiti nelle rispettive banche, mentre i fattori dell'indagine sul credito bancario relativi alle percezioni delle banche in merito ai rischi che contribuiscono a un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito riguardano la qualità dei prenditori, ossia il canale del bilancio delle imprese descritto in precedenza, e quindi sono solo indirettamente collegati alla situazione specifica degli istituti.

Si riscontra che i vincoli dal lato dell'offerta in un senso più stretto, più specificatamente "i costi connessi alla posizione patrimoniale delle banche", sono particolarmente importanti nel caso dei prestiti alle imprese. Essi hanno un significativo impatto negativo sul tasso di crescita dei prestiti delle banche alle società non finanziarie, anche dopo aver considerato vari fattori dal lato della domanda (compresa la domanda percepita dalle banche, rilevata sempre nell'indagine sul credito bancario)²⁷⁾. Le stime relative ai prestiti alle società non finanziarie suggeriscono che un

Figura 8 Fattori che concorrono alle variazioni dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese



Fonti: indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: il fattore del "rischio percepito" fa riferimento alle "prospettive settoriali o specifiche di singole imprese", alle "aspettative riguardo all'attività economica in generale", nonché al "rischio relativo alle garanzie richieste"; il fattore della "concorrenza" consiste nella concorrenza da parte di "altre banche", "istituzioni diverse da banche" e "finanziamento sul mercato"; il fattore dei "vincoli di bilancio" concerne i "costi relativi alle posizioni patrimoniali delle banche", la "capacità delle banche di finanziarsi sul mercato" nonché la "posizione di liquidità delle banche". Le percentuali nette riportate per i tre gruppi di fattori concorrenti sono medie semplici dei fattori sottostanti precedentemente elencati.

irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito connesso a un aumento del costo del capitale per le banche darebbe luogo a un calo del tasso di crescita di tali finanziamenti. Inoltre, la percezione da parte delle banche di rischi più elevati per un determinato settore o per un'im-

- 25) Evidenze empiriche sull'importanza dei vincoli patrimoniali per l'offerta di prestiti in termini di irrigidimento dei criteri applicati dalle banche per la concessione del credito nell'area dell'euro sono riportate in Maddaloni, A., J.L. Peydró e S. Scopel, "Does monetary policy affect bank credit standards?", documento presentato alla 12a conferenza annuale del CEPR/ESI sull'evoluzione del sistema finanziario e sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, Basilea, settembre 2008; nonché Hempell e Kok Sørensen (2009), *op. cit.*; per gli Stati Uniti, cfr. per esempio Bayoumi, T. e O. Melander (2008), *op. cit.*
- 26) Cfr. Hempell, H.S. e C. Kok Sørensen, *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area*, Working Paper della BCE, di prossima pubblicazione.
- 27) Questo risultato è in linea con quelli degli studi che analizzano l'importanza del patrimonio per le decisioni delle banche in relazione all'erogazione di prestiti, come menzionato in precedenza.

presa specifica, desunta dall'indagine sul credito bancario, ha un impatto negativo sull'erogazione complessiva di prestiti bancari alle società non finanziarie anche qualora si tengano in considerazione le variazioni della domanda di prestiti percepite dalle banche interpellate, anch'esse desunte dalle risposte a una domanda specifica nell'indagine. Ciò suffraga l'ipotesi che questi effetti siano riconducibili al lato dell'offerta dei prestiti bancari, riflettendo l'impatto di un canale del bilancio del prenditore e un'accresciuta avversione al rischio da parte delle banche.

Utilizzando tecniche di stime analoghe si evidenzia che, nel caso dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, l'impatto di vincoli "puri" dal lato dell'offerta è meno netto. Sembrano esserci molte più evidenze del ruolo prevalente della domanda di credito, soprattutto quando questa viene misurata sulla base delle risposte fornite nell'ambito dell'indagine sul credito bancario. Inoltre, per quanto concerne gli andamenti recenti nel periodo delle turbolenze, l'irrigidimento dei criteri per la concessione di mutui destinati all'acquisto di abitazioni indica che vi erano meno pressioni sulla dinamica dei mutui per l'acquisto di abitazioni dal lato dell'offerta rispetto al caso dei prestiti alle società non finanziarie (cfr. figure 5 e 6).

IMPATTO DELLA POLITICA MONETARIA SUI BILANCI DEI PRENDITORI E SULL'OFFERTA DI PRESTITI

Quanto al canale del bilancio, nel quale si ritiene che la politica monetaria influisca sull'offerta di prestiti bancari attraverso gli effetti sul patrimonio netto nel bilancio dei prenditori, evidenze empiriche recenti basate sull'analisi delle richieste di prestiti da parte delle imprese indicano l'esistenza di questo meccanismo²⁸⁾. I dati sulle richieste di prestiti consentono di analizzare quando e perché le banche concedono prestiti, nonché consentono di distinguere l'impatto derivante dall'offerta di prestiti da quello della domanda. L'evidenza empirica suggerisce che la probabilità che le banche concedano prestiti a imprese con leva finanziaria più elevata e indici di liquidità più bassi aumenta quando si riducono i tassi di politica monetaria. L'associato aumento

del volume di prestiti potrebbe avere un'influenza positiva sull'attività economica, data l'importanza fondamentale delle banche quali fornitori di finanziamento esterno, soprattutto nell'area dell'euro. Inoltre, se le imprese con vincoli patrimoniali più stringenti appartengono a settori a produttività più elevata (ad esempio società operanti nell'ambito delle biotecnologie), la variazione indotta nella composizione dei portafogli prestiti delle banche potrebbe stimolare ulteriormente la crescita economica²⁹⁾. La politica monetaria può quindi influire sull'attività economica non solo variando i volumi dei prestiti bancari, bensì anche modificandone la composizione.

Nel quadro del canale del bilancio per la trasmissione della politica monetaria, tassi di riferimento inferiori non implicano che le banche si assumano maggiori rischi, poiché il patrimonio netto dei prenditori tende ad aumentare quando i tassi di interesse a breve termine sono inferiori, ad esempio mediante un maggiore valore delle garanzie. In questo contesto, le banche erogano prestiti a imprese con una migliore posizione finanziaria, che sono quindi meno rischiose.

Le evidenze empiriche recenti, tuttavia, suggeriscono che bassi tassi di interesse a breve termine possono anche indurre le banche a concedere prestiti con un rischio effettivo superiore (un meccanismo denominato "canale dell'assunzione di rischio" e descritto nella sezione 2) quando il rischio è misurato tramite i criteri di concessione del credito o dalle probabilità di inadempienza. Quando i tassi di interesse a breve termine sono bassi, le banche tendono ad allentare i criteri applicati per la concessione del credito e i prestiti originati tendono ad avere un rischio elevato di inadempienza. Inoltre, le banche con un capitale relativamente modesto si accollano più rischi e i differenziali di interesse su tali prestiti non ten-

28) Cfr. Jiménez, G., S. Ongena, J.L. Peydró, e J. Saurina, "Identifying loan supply and balance-sheet channels with loan applications", documento presentato alla quarta conferenza BI-CEPR dal titolo *Money, Banking and Finance: Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance*, Roma, ottobre 2009.

29) Cfr. Matsuyama, K. (2007), "Credit Traps and Credit Cycles," *American Economic Review*, 97(1), pagg. 503-16.

gono conto degli elevati rischi di credito assunti³⁰⁾. L'impatto di bassi tassi di interesse a breve termine può anche essere rafforzato quando le banche intraprendono un'attività di cartolarizzazione su vasta scala. Tutti questi effetti sono presenti quando si considera il rischio e il valore delle garanzie dei prenditori, suggerendo così che le banche si assumono rischi maggiori quando i tassi di interesse a breve termine sono bassi³¹⁾.

IMPATTO DELL'OFFERTA DI PRESTITI BANCARI SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

L'ultima parte del presente articolo studia i collegamenti tra il settore bancario e l'economia reale. Analizza in particolare l'impatto delle restrizioni nell'offerta di prestiti sull'attività economica e sull'inflazione. Perché siano operativi i canali del credito e dell'assunzione di rischio, l'offerta di prestiti bancari deve in ultima istanza influire sull'attività economica e sull'inflazione. Ciò si verifica qualora le società e i consumatori non riescano a sostituire perfettamente i prestiti bancari con altri strumenti di finanziamento, come obbligazioni o azioni. Benché i meccanismi teorici siano stati discussi e analizzati approfonditamente, le evidenze empiriche a sostegno di tali meccanismi, nonché le stime dell'importanza economica degli effetti implicati, rimangono tuttavia una sfida per i ricercatori.

Esistono diversi approcci empirici che possono essere utilizzati per analizzare questo impatto. Per l'area dell'euro, due studi recenti basati su una serie di tecniche econometriche che utilizzano dati macroeconomici su base nazionale rivelano che le variazioni dell'offerta di credito hanno un impatto non trascurabile sull'attività economica reale nella regione³²⁾. Questi risultati continuano a valere anche quando si tiene conto dei criteri per la concessione di prestiti bancari segnalati nell'indagine sul credito bancario.

I criteri per l'erogazione del credito possono essere anche utilizzati direttamente come misura dell'offerta di credito nell'economia³³⁾. Infatti, i criteri per la concessione di credito ricavati dalle indagini sul credito bancario hanno un potere previsivo circa gli andamenti futuri della crescita del credito e dell'economia, come è stato dimo-

strato per gli Stati Uniti dove sono disponibili serie temporali più lunghe e, più di recente, anche per l'area dell'euro³⁴⁾. Ciò suggerisce che i criteri per la concessione del credito applicati ai prenditori incidono sul credito effettivamente erogato dalle banche, che a sua volta va a ripercuotersi sull'attività economica.

Le risposte dell'indagine connesse ai fattori che interessano l'offerta di prestiti offrono un modo semplice e intuitivo di distinguere i diversi meccanismi di trasmissione della politica monetaria. In particolare, i meccanismi di trasmissione connessi al canale dei prestiti bancari e a quello del bilancio possono essere individuati utilizzando le risposte ricavate dall'indagine in relazione ai vincoli dei

30) Cfr. Jiménez, G., S. Ongena, J.L. Peydró e J. Saurina (2009), "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?", documento presentato in occasione degli American Finance Association Meetings, San Francisco; Ioannidou, V., S. Ongena e J.L. Peydró (2009), "Monetary policy, risk-taking and pricing: evidence from a natural experiment", documento presentato all'NBER Summer Institute, Cambridge, MA; Maddaloni, A. e J.L. Peydró (2009), "Bank risk-taking, securitisation, supervision and low interest rates", documento presentato alla conferenza dal titolo *The Financial Crisis*, New Haven, CT; Maddaloni e al. (2009), *op. cit.*; nonché Marqués-Ibáñez e al. (2009), *op. cit.* Tutti questi studi dimostrano che il rischio bancario è rilevante per la politica monetaria. Quando i tassi di interesse sono inferiori, la riduzione dei differenziali non riguarda esclusivamente i prestiti, bensì anche i titoli azionari e obbligazionari. Per gli effetti dei tassi di interesse a breve termine sulla determinazione dei corsi azionari, cfr. ad esempio Bernanke e Kuttner (2005), *op. cit.*; per gli effetti sulla fissazione dei prezzi delle obbligazioni, cfr. Manganelli e Wolswijk (2007), *op. cit.* Come spiegato nella sezione 2, livelli contenuti di tassi di interesse possono indurre una ricerca di rendimento (cfr. Rajan (2005), *op. cit.*). I prestiti cartolarizzati forniscono attività con rendimenti appetibili, ma a causa di una ridotta selezione e di un minor monitoraggio dei prestiti cartolarizzati da parte delle banche, l'interazione tra bassi tassi di riferimento ed elevata cartolarizzazione può comportare un allentamento da parte delle banche dei criteri di concessione del credito (cfr. Mian, A. e A. Sufi (2009), *op. cit.*).

31) Cfr. Maddaloni e Peydró (2009), *op. cit.*

32) Cfr. Cappiello e al., *op. cit.*, e Čihák e Brooks (2008), *op. cit.*

33) Per le evidenze negli Stati Uniti, cfr. ad esempio Bayoumi e Melander (2008), *op. cit.*, e Swiston, A. (2008), *A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due*, Working Paper dell'FMI, 08/161, Fondo monetario internazionale.

34) Per le evidenze negli Stati Uniti, cfr. Lown, C. e D.P. Morgan, "The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n. 6, settembre 2006, pagg. 1575-1597. Per le evidenze nell'area dell'euro, cfr. de Bondt, G., A. Maddaloni, J.L. Peydró e S. Scopel, *The bank lending survey matters: first empirical evidence for euro area credit and output*, Working Paper della BCE, di prossima pubblicazione.

bilanci bancari e alle percezioni del rischio concernente le garanzie del prestatore e le sue prospettive. In ultima istanza, si può valutare anche l'impatto relativo sull'attività economica reale e sui prezzi. Inoltre, le indagini sul credito bancario contengono informazioni esplicite sulla domanda di prestiti rilevata a favore di imprese e famiglie.

Una metodologia basata su un modello autoregressivo vettoriale (VAR) fornisce un quadro di riferimento empirico utile per analizzare questi meccanismi³⁵⁾. Le funzioni di risposta a impulso che se ne ricavano costituiscono un semplice strumento per illustrare l'impatto dinamico riconducibile a uno shock da una delle variabili e consentono così di verificare se un irrigidimento dell'offerta di prestiti ha un impatto frenante sull'attività economica. La figura 9 mostra le reazioni del PIL e di un indice di prezzi a un irrigidimento dei criteri di concessione del credito per tutte le tipologie di prestiti, misurato dall'indagine sul credito bancario. In questo contesto, l'irrigidimento comporta limitazioni in tutte le tipologie di termini e condizioni di un prestito (margini, volumi, scadenze e garanzie richieste). Il PIL diminuisce in reazione a condizioni di offerta più rigide. L'impatto è simile per le restrizioni dell'offerta di prestiti a società non finanziarie e di mutui ipotecari, mentre non è significativo per i prestiti al consumo. Quest'ultimo risultato potrebbe riflettere la bassa importanza relativa che questo segmento del mercato creditizio riveste nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, nonostante i significativi tassi di incremento registrati negli ultimi anni³⁶⁾. L'effetto sul PIL di limitazioni nell'offerta tocca un livello massimo dopo un anno circa e si dissolve dopo circa tre anni.

Le restrizioni sull'offerta di credito hanno anche un effetto sulla dinamica dei prezzi. La figura 9 mostra che una restrizione sul credito per tutte le categorie di prestiti comporta un calo dell'inflazione³⁷⁾. Rispetto all'impatto sul PIL, l'effetto sui prezzi impiega più tempo a raggiungere il livello massimo.

L'approccio "panel VAR" può anche aiutare a distinguere l'importanza relativa dei canali del

bilancio e dei prestiti bancari. Questi meccanismi di trasmissione sono stati individuati utilizzando le risposte dell'indagine al quesito se le banche hanno modificato i criteri di erogazione dei prestiti in ragione di "vincoli di bilancio degli istituti" e/o a seguito del "rischio percepito (in relazione al prestatore)". Le funzioni di risposta a impulso riportate nella figura 10 suggeriscono che il funzionamento dei due canali nell'area dell'euro sono lievemente diversi per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e per i prestiti alle società non finanziarie. Per i mutui ipotecari, sono attivi entrambi i canali dell'offerta, e la loro entità è comparabile. Nei casi dei prestiti alle società non finanziarie, solo il canale dei prestiti bancari sembra avere un impatto sull'attività economica.

In sintesi, l'evidenza empirica disponibile suggerisce che i vari canali del credito analizzati nella sezione 2 concorrono alla trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro. Più precisamente, i riscontri empirici indicano che il canale dei prestiti bancari, compreso il canale della posizione patrimoniale delle banche, riveste maggiore importanza di quanto suggerito da studi precedenti intrapresi al volgere del secolo. Inoltre, vi sono evidenze crescenti dell'esistenza di un canale del bilancio nella trasmissione della politica monetaria nell'area. Infine, i risultati empirici recenti indicano un'amplificazione degli impulsi di politica monetaria attraverso il cosiddetto canale dell'assunzione di rischio.

Durante l'attuale crisi finanziaria e soprattutto immediatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers, i criteri di concessione del credito hanno risentito con ogni probabilità di frizioni

35) Per informazioni dettagliate, cfr. Ciccarelli, M., A. Maddaloni e J.L. Peydró, "Trusting the Bankers: a New Look at the Credit Channel of Monetary Transmission", documento presentato alla conferenza C.R.E.D.I.T., Venezia, settembre 2009. Il modello panel-VAR per l'area dell'euro comprende PIL, prezzi, tassi di interesse a breve termine, domanda di prestiti (approssimata dalle variazioni di volume della domanda ricavate dall'indagine sul credito bancario) e condizioni di offerta dei prestiti (approssimate dalle variazioni dei criteri di concessione del credito evinte dall'indagine sul credito bancario).

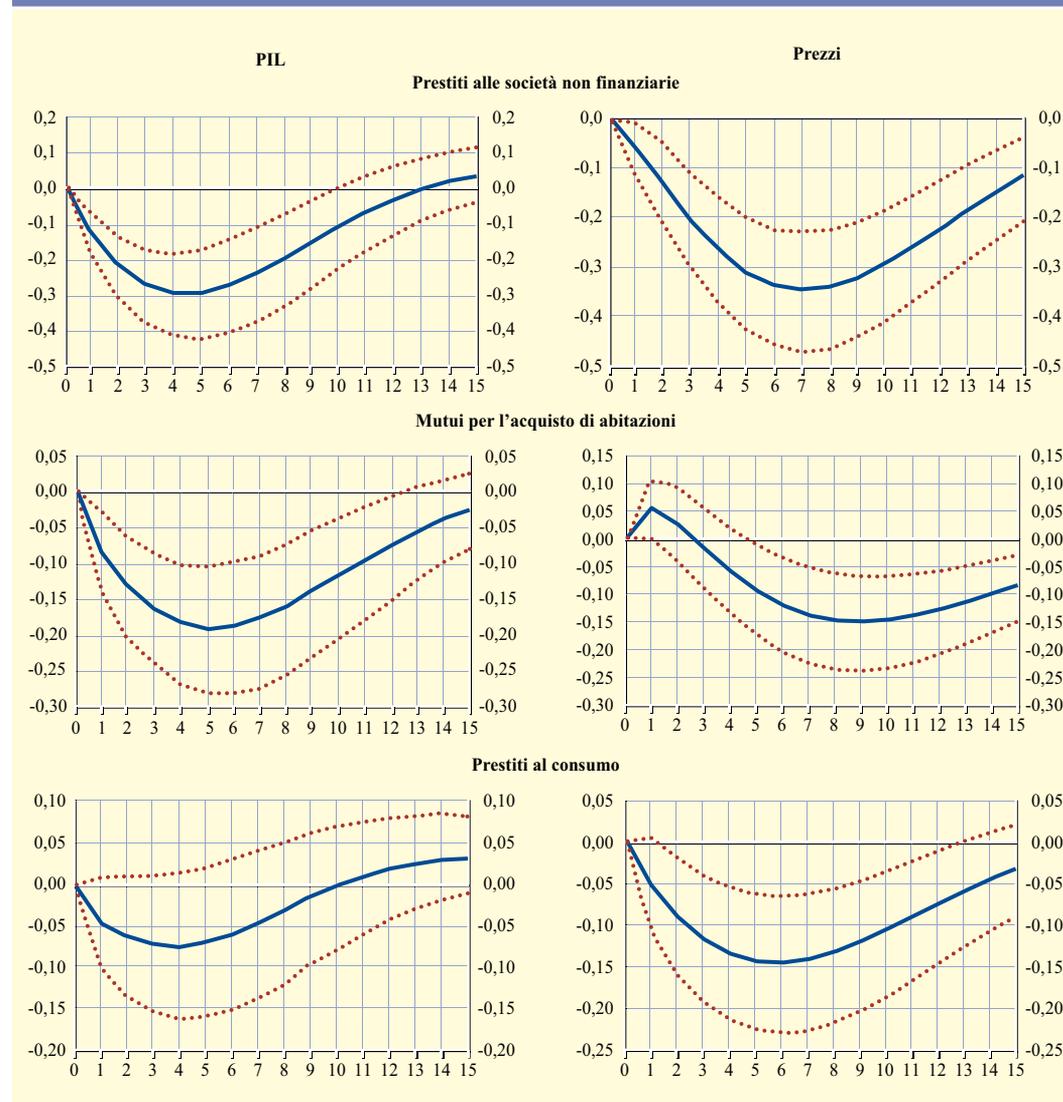
36) I prestiti al consumo rappresentano meno del 10 per cento dei prestiti totali in essere nell'area dell'euro.

37) L'indice dei prezzi è il deflatore del PIL.

nell'offerta di credito, con implicazioni negative per l'erogazione del credito e l'attività economica. Finora vi sono tuttavia solo pochi studi empirici a sostegno di questa interpretazione, in quanto il numero di osservazioni per questo periodo è ancora limitato. Allo stesso tempo, l'azione della politica monetaria ha contribuito a fronteggiare il deterioramento dell'offerta di credito riducendo in misura considerevole i tassi

di riferimento e ricorrendo a misure straordinarie (non convenzionali) come l'introduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine fino a un anno, l'ampliamento del sistema di garanzie e l'acquisto di obbligazioni garantite. Questi interventi di politica monetaria possono effettivamente aver contribuito alla riduzione dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito, rilevata nelle più recenti

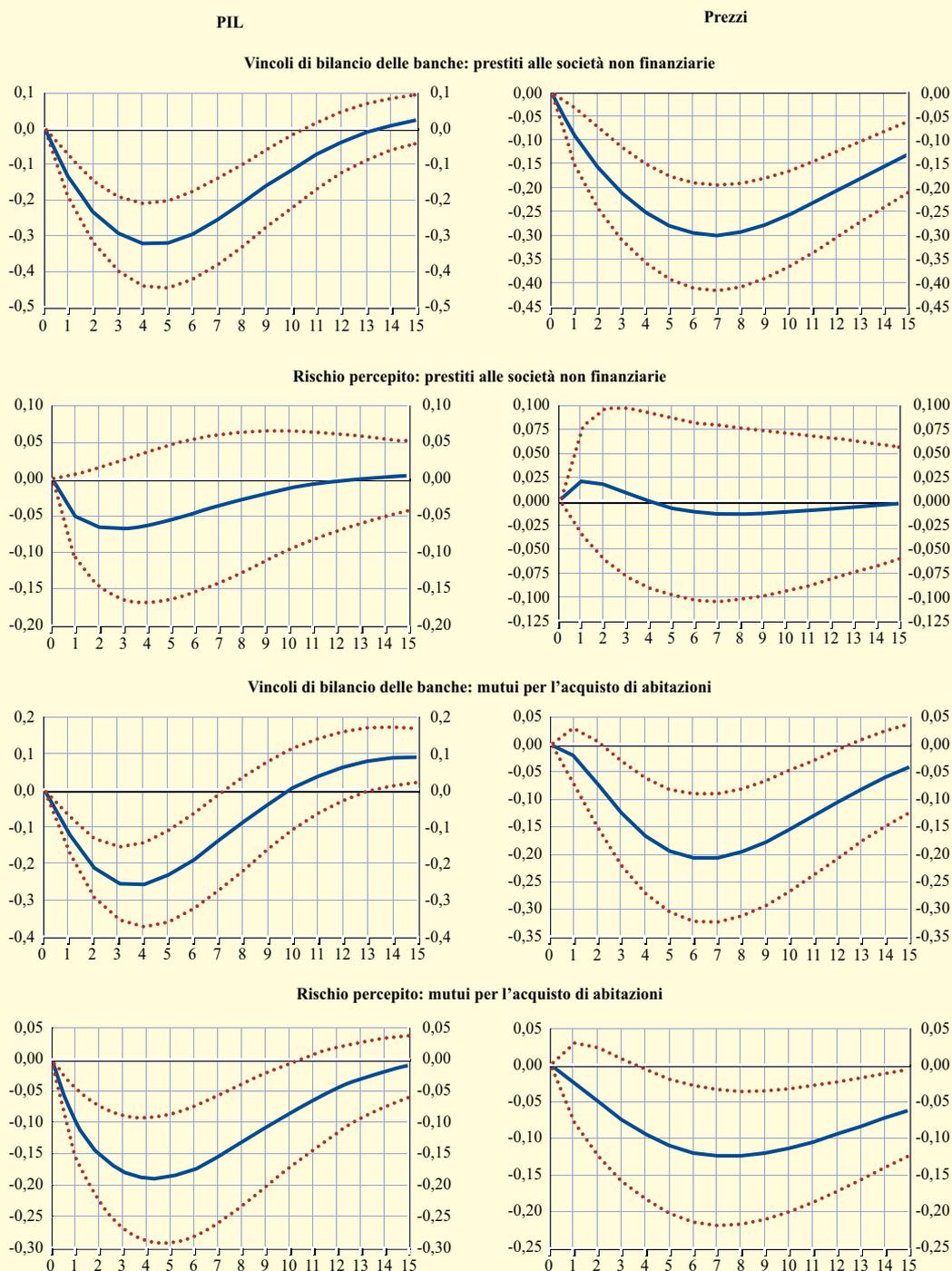
Figura 9 Reazione del PIL e dei prezzi a restrizioni nell'offerta di credito



Fonte: Ciccarelli e al. (2009).

Note: i presenti grafici riportano la reazione del logaritmo del PIL in termini reali e di un deflatore del PIL a uno shock nell'offerta di credito dell'ordine di una deviazione standard. L'offerta di credito è misurata dalle risposte connesse ai criteri applicati alla concessione di prestiti alle società non finanziarie, di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e di prestiti al consumo che sono state rilevate nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema. Gli intervalli di confidenza sono determinati da bande bayesiane di credibilità del 68 per cento.

Figura 10 Reazione del PIL e dei prezzi alle restrizioni nell'offerta di credito imputabili a vincoli di bilancio delle banche e al rischio percepito



Fonte: Ciccarelli e al. (2009).

Note: i presenti grafici riportano la reazione del logaritmo del PIL in termini reali e di un deflatore del PIL a uno shock nell'offerta di credito dell'ordine di una deviazione standard. L'offerta di credito è misurata dalle risposte connesse ai "vincoli di bilancio delle banche" e al "rischio percepito (in relazione al prenditore)" riguardanti i prestiti alle società non finanziarie e i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni che sono state rilevate nell'indagine sul credito bancario condotta dall'Eurosistema. Gli intervalli di confidenza sono determinati da bande bayesiane di credibilità del 68 per cento.

edizioni dell'indagine sul credito bancario³⁸). È possibile, tuttavia, che sussistano ancora restrizioni all'offerta di credito per taluni segmenti di prenditori nell'area dell'euro e, di conseguenza, è fondamentale che le banche trasmettano gli effetti delle azioni di politica monetaria alla propria clientela e sfruttino appieno le opportunità della ricapitalizzazione. Infine, è indispensabile che si compiano progressi negli adeguamenti del mercato, anche se le correzioni necessarie possono essere diverse a seconda delle regioni e dei segmenti del mercato.

4 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Questo articolo ha presentato nuove evidenze riguardanti l'impatto della politica monetaria sull'offerta di prestiti bancari e sull'attività economica nell'area dell'euro. Ha anche introdotto nuovi riscontri empirici basati sulle informazioni fornite dall'indagine sul credito bancario per l'area dell'euro. Tale nuova fonte di dati consente di meglio distinguere la relazione tra l'offerta di prestiti e la domanda di prestiti, che è difficile da valutare empiricamente con i dati economici aggregati quantitativi disponibili. I risultati empirici hanno fornito indicazioni dell'esistenza di un canale del credito nell'area dell'euro che è diventato più visibile nel periodo delle turbolenze finanziarie a partire dalla metà del 2007.

Per quanto concerne il canale dei prestiti bancari, le attuali turbolenze hanno gravato considerevolmente sulla capacità delle banche di finanziarsi attraverso i depositi e i mercati. Quanto al finanziamento mediante il mercato, la cartolarizzazione, importante fonte di rifinanziamento per le banche, ha subito un impatto significativo negli ultimi due anni. Inoltre, il deterioramento delle posizioni patrimoniali delle banche, anche in seguito alla loro redditività considerevolmente inferiore, ha esercitato ulteriori pressioni sui rispettivi bilanci. Nel complesso, queste pressioni sui bilanci delle banche e sul costo della raccolta sembrano aver influito nella crisi attuale sui prestiti bancari alle famiglie e alle imprese. Il deterioramento del merito di credito dei prenditori, inoltre, ha avuto un impatto considerevole

sulla qualità della domanda di prestiti e ha esercitato ulteriori pressioni sulla capacità e sulla propensione delle banche a erogare prestiti. Ciò è diventato particolarmente evidente nelle informazioni connesse al rischio fornite dall'indagine sul credito bancario.

Nel contempo i risultati empirici indicano che il peggioramento delle condizioni economiche complessive e delle prospettive economiche ha gravato notevolmente sulla domanda di prestiti. A seconda della metodologia applicata, i risultati empirici suggeriscono che l'attuale debole andamento dell'attività di prestito bancario nel suo complesso risente principalmente di una domanda particolarmente bassa di prestiti dal settore reale. Tuttavia, ciò non esclude la possibilità che vi siano limitazioni anche della disponibilità di credito, quanto meno per taluni segmenti di prenditori.

La politica monetaria perseguita dalla BCE negli ultimi due anni dallo scoppio della crisi finanziaria andrebbe letta in questo contesto. Essendo il mantenimento della stabilità dei prezzi l'obiettivo primario, le misure di politica monetaria adottate dalla BCE a partire dalla metà 2007 hanno sostenuto la domanda, principalmente attraverso riduzioni consecutive dei relativi tassi di interesse di riferimento, e hanno alimentato l'offerta di prestiti, soprattutto mediante le misure di politica monetaria "non convenzionali", come l'offerta di fondi al sistema bancario a più lungo termine e tramite aste con piena aggiudicazione degli importi e come l'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro. Occorre considerare queste azioni di politica monetaria nel contesto della posizione dominante del sistema bancario nell'offrire finanziamenti alle società e alle famiglie nell'area dell'euro. È quindi importante che le banche dell'area dell'euro colgano l'occasione per trasmettere il sostegno fornito dall'Eurosistema ai prenditori finali, circostanza che a sua volta dovrebbe sostenere la spesa e gli investimenti nel prossimo periodo.

38) Cfr., per esempio, il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.

EVOLUZIONE RECENTE DEI BILANCI DELL'Eurosistema, DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM E DELLA BANCA DEL GIAPPONE

Durante le turbolenze iniziate sui mercati finanziari nell'agosto 2007, la dimensione e la composizione dei bilanci delle banche centrali sono notevolmente mutate come conseguenza di operazioni straordinarie di politica monetaria. Questo articolo spiega tali andamenti recenti utilizzando versioni semplificate dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System (di seguito "Federal Reserve") e della Banca del Giappone. La massiccia espansione e la crescente complessità dei bilanci delle tre banche centrali, soprattutto nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008, attestano la forte reazione delle stesse al grave deterioramento delle condizioni finanziarie ed economiche.

I INTRODUZIONE

I bilanci delle banche centrali offrono informazioni dettagliate sull'utilizzo degli strumenti di politica monetaria e, di conseguenza, costituiscono anche un'utile guida per comprendere il modo in cui la politica monetaria viene attuata. Le loro variazioni dagli inizi delle turbolenze sui mercati finanziari mostrano che le banche centrali hanno utilizzato in modo innovativo gli strumenti esistenti – oltre a introdurne di nuovi – con lo scopo di alleviare i problemi di liquidità e garantire l'ordinato funzionamento dei mercati monetari, essenziale per la trasmissione della politica monetaria. Durante le turbolenze finanziarie, e soprattutto dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008, le banche centrali hanno rafforzato il loro ruolo di intermediazione nei mercati monetari e offerto un sostegno fondamentale agli altri mercati del credito; a questo si è accompagnato un aumento significativo della dimensione e del grado di complessità dei loro bilanci.

Questo articolo descrive e mette a confronto l'evoluzione dei bilanci dell'Eurosistema, della Federal Reserve e della Banca del Giappone¹⁾. Date le differenze in termini di assetto operativo della politica monetaria e di principi contabili, il raffronto non si basa sui bilanci dettagliati ma su versioni semplificate degli stessi (di seguito denominate "bilanci semplificati").

Tra giugno 2007 e dicembre 2008 le attività totali nei bilanci dell'Eurosistema e della Federal Reserve sono notevolmente aumentate, rispettivamente del 90 e 160 per cento, come conse-

guenza delle misure introdotte per rispondere alle turbolenze finanziarie. Successivamente, con il miglioramento delle condizioni sul mercato monetario nella prima metà del 2009, le attività sono scese di circa il 20 per cento nel bilancio dell'Eurosistema e il 10 per cento in quello della Federal Reserve. La forte domanda per la prima operazione di rifinanziamento a un anno condotta dall'Eurosistema il 24 giugno scorso ha tuttavia innescato una nuova espansione del bilancio di quest'ultimo, portandolo su livelli vicini ai massimi. Il bilancio della Banca del Giappone era invece di dimensioni relativamente elevate nel 2007 – per il fatto che la quantità di banconote in circolazione, notevolmente cresciuta alla fine degli anni novanta, si è successivamente mantenuta al di sopra della tendenza di lungo periodo – e ha pertanto registrato una crescita di appena il 25 per cento tra giugno 2007 e marzo 2009, quando ha raggiunto un massimo a seguito delle turbolenze finanziarie.

Diversi fattori hanno concorso alla considerevole espansione e accresciuta complessità dei bilanci di queste tre banche centrali durante le turbolenze. Prima di settembre 2008 l'Eurosistema e la Federal Reserve hanno aumentato il numero delle operazioni di rifinanziamento, soprattutto con scadenze a termine, e introdotto operazioni di immissione di liquidità in valuta. Allo stesso tempo, la Banca del Giappone è ricorsa a strumenti che erano stati sviluppati durante la crisi finanziaria del paese negli anni novanta e che quindi già includevano elementi non convenzionali (ad esempio, scadenze più

1) Questo articolo copre il periodo fino ad agosto 2009.

lunghe e un ventaglio più ampio di attività stanziabili). Durante la fase di maggiore turbolenza, quando i tassi di interesse si sono avvicinati allo zero, tutte e tre le banche centrali hanno spostato progressivamente l'attenzione sulla trasmissione della politica monetaria al settore reale dell'economia. Di conseguenza, è diventato essenziale sostenere i principali mercati creditizi con acquisti di attività in via definitiva oppure con operazioni speciali di rifinanziamento. La seconda sezione di questo articolo introduce il concetto di bilanci semplificati e la terza descrive in maggiore dettaglio gli andamenti dei bilanci delle tre banche centrali.

2 I BILANCI SEMPLIFICATI: LOGICA E DEFINIZIONE

L'Eurosistema, la Federal Reserve e la Banca del Giappone si differenziano sia per l'assetto operativo della politica monetaria sia per le regole di segnalazione e questo trova riflesso nella struttura dei rispettivi bilanci. Quindi, al fine di rendere più agevole e significativo il raffronto tra questi ultimi, ne viene utilizzata una versione semplificata (per maggiori dettagli sulla sua composizione, cfr. il riquadro).

Il bilancio semplificato aggrega e compensa diverse poste del bilancio analitico allo scopo di evidenziare l'attuazione della politica monetaria e di agevolare l'analisi della liquidità. Esso presenta la relazione tra entità e tipologia di strumento di politica monetaria, in valuta sia nazionale sia estera, come pure i principali fattori autonomi di liquidità.

Le tre categorie principali di voci nel bilancio semplificato sono: fattori autonomi di liquidità; operazioni di immissione di liquidità in valuta, introdotte durante le turbolenze sui mercati finanziari per offrire valuta estera alle controparti nazionali; strumenti di politica monetaria utilizzati per manovrare i tassi di interesse del mercato monetario nazionale e, da settembre 2008, per sostenere alcuni segmenti del mercato creditizio (cfr. tavola 1). Tutte queste voci

figurano sia dal lato delle attività sia da quello delle passività.

I fattori autonomi di liquidità sono poste di bilancio quali le banconote in circolazione e i depositi delle amministrazioni pubbliche, che sfuggono interamente o quasi al controllo delle banche centrali ma che possono influire sui tassi di interesse o sulle condizioni di liquidità a breve termine. Ai fini di questo articolo, quelli registrati nell'attivo comprendono le attività nette verso l'estero (vale a dire le attività denominate in valuta detenute a titolo definitivo per eventuali interventi sul mercato monetario o a fini di investimento) e, nel caso dell'Eurosistema, le attività denominate in euro detenute a titolo definitivo dalle banche centrali nazionali (BCN) e non utilizzate nell'attuazione della politica monetaria. I fattori autonomi registrati nel passivo comprendono le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche (vale a dire i saldi sui conti correnti detenuti dai ministeri del Tesoro presso le BCN) e una voce residuale denominata "Altri fattori autonomi (saldo netto)".

Le operazioni di immissione di liquidità in valuta effettuate in risposta alle turbolenze sui mercati finanziari sono rappresentate da *swap* e contratti pronti contro termine (PcT), attraverso i quali le banche centrali offrono valuta ai mercati interbancari nazionali. La moneta estera necessaria per queste operazioni viene ottenuta attraverso accordi di *swap* con le banche centrali partner.

Anche gli strumenti di politica monetaria figurano sia dal lato delle attività sia da quello delle passività del bilancio semplificato. I PcT a breve e lungo termine, le operazioni di rifinanziamento e i portafogli di strumenti acquistati a titolo definitivo sono registrati tra le attività. I conti correnti detenuti dalle istituzioni creditizie per adempiere agli obblighi di riserva o per fini transattivi, le operazioni di assorbimento della liquidità (ad esempio i depositi a tempo determinato e i PcT di impiego), i depositi presso la banca centrale e gli altri strumenti di assorbimento della liquidità figurano invece tra le passività.

Tavola I Bilancio semplificato dell'Eurosistema, della Federal Reserve e della Banca del Giappone a fine agosto 2009

Attività			Passività		
(a) Eurosistema¹⁾ (miliardi di euro)					
Fattori autonomi di liquidità					
Attività nette verso l'estero	392	(317)	Banconote in circolazione	767	(633)
Attività verso denominate in euro ²⁾	341	(131)	Depositi delle amministrazioni pubbliche	136	(70)
			Altri fattori autonomi (saldo netto)	189	(27)
Operazioni di immissione di liquidità in valuta					
PcT in dollari statunitensi	31	(0)	Crediti della Federal Reserve	31	(0)
Swap in corone danesi	0	(0)	Crediti della Banca nazionale svizzera	19	(0)
Swap in corone svedesi	3	(0)			
Strumenti di politica monetaria					
Portafoglio di <i>covered bond</i>	9	(0)	Conti correnti	203	(182)
Operazioni di rifinanziamento principale	78	(313)	Operazioni di assorbimento di liquidità	0	(0)
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	634	(150)	Depositi presso la banca centrale	143	(1)
Operazioni di regolazione puntuale	0	(0)			
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	(1)			
Totale	1.488	(913)		1.488	(913)
(b) Federal Reserve³⁾ (miliardi di dollari statunitensi)					
Fattori autonomi di liquidità					
Attività nette verso l'estero	38	(34)	Banconote in circolazione	870	(775)
			Depositi delle amministrazioni pubbliche	13	(4)
			Altri fattori autonomi (saldo netto)	76	(49)
Operazioni di immissione di liquidità in valuta					
Linee di <i>swap</i> per lo scambio di liquidità tra banche centrali	60	(0)			
Strumenti di politica monetaria					
Attività denominate in valuta nazionale	1.485	(790)	Conti correnti	862	(16)
Pronti contro termine di finanziamento	0	(20)	Pronti contro termine di impiego	0	(0)
Term Auction Facility	221	(0)	Conto integrativo del Tesoro	200	(0)
Altre tipologie di prestiti	217	(0)			
Totale	2.021	(845)		2.021	(845)
(c) Banca del Giappone³⁾ (100 miliardi di yen)					
Fattori autonomi di liquidità					
Attività nette verso l'estero	54	(57)	Banconote in circolazione	762	(758)
			Depositi delle amministrazioni pubbliche	29	(42)
			Altri fattori autonomi (saldo netto)	139	(-59)
Operazioni di immissione di liquidità in valuta					
Pronti contro termine in dollari statunitensi	8	(0)	Crediti della Federal Reserve	8	(0)
Strumenti di politica monetaria					
Attività denominate in valuta nazionale	596	(578)	Conti correnti	119	(97)
Pronti contro termine di finanziamento	399	(204)	Pronti contro termine di impiego	0	(0)
Altre tipologie di prestiti	0	(0)	Vendite di titoli emessi dalla Banca del Giappone	0	(0)
Totale	1.056	(838)		1.056	(838)

Fonti: Elaborazioni della BCE effettuate sulla base della situazione contabile settimanale (statistiche settimanali) dell'Eurosistema; comunicazione statistica H.4.1 della Federal Reserve, tavola 9 "Consolidated statement of condition of all Federal Reserve banks" (ex tavola 8) e Wednesday Historical Levels, tavola 16 (statistiche settimanali); conti della Banca del Giappone e "Monetary Base and the Bank of Japan's Transactions" (statistiche mensili).

1) Al 28 agosto 2009 (i dati aggiornati al 29 giugno 2007 sono riportati fra parentesi).

2) Di cui la voce "debito del governo federale denominato in euro" era pari a 37 miliardi di euro il 29 giugno 2007 e 36 miliardi di euro il 28 agosto 2009.

3) Al 26 agosto 2009 (i dati aggiornati al 27 giugno 2007 sono riportati fra parentesi).

LA METODOLOGIA DI REDAZIONE DEI BILANCI SEMPLIFICATI

I bilanci semplificati standardizzano le informazioni presentate nei bilanci dettagliati delle banche centrali aggregando e compensando determinate voci, fino a un grado di compensazione che dipende dal livello di dettaglio dei rispettivi rendiconti. Ad esempio, il bilancio dell'Eurosistema fornisce informazioni molto particolareggiate su conti non collegati alla politica monetaria. Il rapporto tra le attività totali nei bilanci semplificati e quelle nei bilanci dettagliati è di circa 4:5 per l'Eurosistema e la Banca del Giappone e di quasi 1:1 per la Federal Reserve.

I bilanci semplificati comprendono tre categorie principali di attività e passività: i fattori autonomi di liquidità, le operazioni di immissione di liquidità in valuta e gli strumenti di politica monetaria.

Fattori autonomi di liquidità

Dal lato dell'attivo del bilancio semplificato i fattori autonomi di liquidità comprendono la voce "Attività nette verso l'estero", che copre tutti i conti denominati in valuta (e include l'oro e i diritti speciali di prelievo, mentre esclude le operazioni di immissione di liquidità in valuta) ed è ottenuta sottraendo le passività dalle attività. Nel caso dell'Eurosistema, l'attivo include un ulteriore fattore autonomo denominato "Attività denominate in euro" e rappresentato da titoli e strumenti di debito pubblico denominati in euro che le banche centrali dell'area detengono a titolo definitivo per scopi di investimento accollandosene il rischio finanziario. Tali portafogli sono soggetti a massimali concordati a livello di Eurosistema per evitare che interferiscano con l'attuazione della politica monetaria unica.

I fattori autonomi di assorbimento di liquidità che figurano nel passivo del bilancio semplificato sono costituiti da banconote e depositi delle amministrazioni pubbliche. Una categoria residuale denominata "Altri fattori autonomi (saldo netto)" è calcolata come la differenza tra la somma di tutte le voci del passivo e la somma di tutte le voci dell'attivo del bilancio dettagliato che non sono riportate nella versione semplificata. Nessuna delle voci così compensate è connessa all'attuazione della politica monetaria.

La riclassificazione contabile condotta alla fine del 2008 ha modificato la composizione della Situazione contabile consolidata settimanale dell'Eurosistema, spostando parte dei portafogli di investimento delle banche centrali dalla voce A9 ("Altre attività") alla voce A7 ("Titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e denominati in euro"). Tale riclassificazione non ha influito sulle dimensioni della Situazione settimanale, ma ha fatto crescere il bilancio semplificato dell'Eurosistema poiché – a differenza della voce A9 – la A7 non è compensata nella posta "Altri fattori autonomi (netti)". La risultante variazione di 157,4 miliardi di euro registrata nella voce "Attività denominate in euro" del bilancio semplificato il 2 gennaio 2009 rispecchia in qualche misura l'effettiva espansione dei portafogli di investimento nel periodo compreso tra la metà del 2007 e la fine del 2008. Prima della riclassificazione, ciò figurava nelle "Altre attività" della Situazione contabile consolidata settimanale ¹⁾.

1) Cfr. il comunicato stampa del 7 gennaio 2009, disponibile all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2009/html/fs081231.it.html>.

Operazioni di immissione di liquidità in valuta estera

Nei bilanci delle banche centrali, tutte le operazioni in valuta estera sono di norma riunite in una stessa voce dal lato delle attività e da quello delle passività. Nei bilanci semplificati utilizzati ai fini di questo articolo, le operazioni introdotte in risposta alle turbolenze finanziarie sono invece presentate separatamente. In tali operazioni la Federal Reserve offre dollari alle altre banche centrali e acquisisce pertanto un credito riportato nella voce “*Swap* di liquidità con altre banche centrali” del proprio bilancio. In cambio dei dollari, riceve fondi in euro (yen) e li deposita presso l'Eurosistema (la Banca del Giappone). Il deposito in euro (yen) figura nella voce “Crediti della Federal Reserve” dal lato delle passività del bilancio dell'Eurosistema (della Banca del Giappone)²⁾. I dollari che riceve dalla Federal Reserve sono attualmente utilizzati dall'Eurosistema per condurre operazioni di immissione di liquidità con le sue controparti sotto forma di contratti pronti contro termine (PcT). La voce “PcT in dollari statunitensi”, che compare nell'attivo del bilancio semplificato dell'Eurosistema, indica il credito in dollari che l'Eurosistema acquisisce nei confronti delle sue controparti attraverso queste operazioni. Analogamente, le operazioni PcT in dollari condotte dalla Banca del Giappone figurano nell'attivo del suo bilancio.

Fino a gennaio 2009 l'Eurosistema ha condotto operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi anche sotto forma di *swap*. In tali operazioni ha offerto alle controparti dollari in cambio di euro, addebitati sui (sottratti dai) conti correnti delle stesse. Le operazioni di *swap* franchi svizzeri/euro condotte di concerto con la Banca nazionale svizzera costituiscono un esempio analogo: la banca centrale elvetica riceve euro in cambio di franchi svizzeri e li deposita presso l'Eurosistema. Tale deposito in euro rientra nella voce del passivo denominata “crediti della Banca nazionale svizzera”. L'Eurosistema ha concluso accordi anche con la Danmarks Nationalbank e la Sveriges Riksbank per consentire uno scambio di liquidità nelle reciproche valute. Attraverso le operazioni di *swap* euro/corone danesi ed euro/corone svedesi, le istituzioni creditizie di Danimarca e Svezia ricevono euro in cambio di moneta nazionale. L'Eurosistema deposita le corone danesi e quelle svedesi presso le rispettive banche centrali e acquisisce di conseguenza crediti denominati in valuta estera che alimentano le voci “*Swap* in corone danesi” e “*Swap* in corone svedesi” nel bilancio semplificato dell'Eurosistema.

Strumenti di politica monetaria

Le differenze principali tra i bilanci semplificati delle tre banche centrali esaminate in questo articolo riguardano le voci relative a operazioni di politica monetaria. Nel caso dell'Eurosistema, il bilancio semplificato mostra la liquidità offerta attraverso: le operazioni di rifinanziamento principale a una settimana; le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a uno, tre, sei e 12 mesi; le operazioni di regolazione puntuale; le operazioni di rifinanziamento marginale *overnight*. Le attività stanziabili ammesse come garanzia in queste operazioni, attualmente accessibili a circa 2.200 controparti, rappresentano un ampio ventaglio composto da strumenti di debito del settore sia privato sia pubblico. Gli strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema comprendono inoltre il portafoglio di *covered bond* costituito dal luglio 2009, che è chiaramente distinto dai portafogli detenuti a titolo definitivo dalle banche centrali dell'area dell'euro (“Attività denominate in euro”).

La quota delle operazioni di rifinanziamento sulle attività totali è in generale elevata, fin dal periodo precedente l'inizio delle turbolenze, nel bilancio semplificato dell'Eurosistema e – in misura

2) La componente a termine delle operazioni di *swap* è contabilizzata fuori bilancio.

inferiore – della Banca del Giappone. Si è invece mantenuta su livelli relativamente bassi in quello della Federal Reserve, con un utilizzo dei PcT di norma inteso a fronteggiare solo le oscillazioni temporanee del fabbisogno di liquidità del settore bancario.

I portafogli di strumenti detenuti a titolo definitivo (attività denominate in valuta nazionale) svolgono un ruolo attivo nell'attuazione della politica monetaria sia della Federal Reserve sia della Banca del Giappone e, ai fini di questo articolo, sono riportati come strumenti di politica monetaria nei bilanci semplificati. I titoli attualmente detenuti dalla Federal Reserve comprendono buoni del Tesoro, obbligazioni e certificati, strumenti di debito di agenzie federali e, dal gennaio 2009, titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali. Prima delle turbolenze sui mercati finanziari, la Federal Reserve tendeva a manovrare le dimensioni del suo portafoglio di strumenti detenuti a titolo definitivo verso il livello delle banconote in circolazione. Gli attivi della Banca del Giappone comprendono attualmente titoli di Stato, buoni del Tesoro e azioni detenute in *pecuniary trust*, oltre che carta commerciale e obbligazioni societarie rispettivamente da febbraio e marzo 2009. Le disponibilità di obbligazioni di Stato giapponesi detenute a titolo definitivo sono state mantenute al di sotto del livello di banconote emesse.

Il lato delle attività del bilancio semplificato della Federal Reserve contiene inoltre la Term Auction Facility (TAF), introdotta come risposta alle turbolenze finanziarie. Rispetto alle regolari operazioni PcT condotte dalla Federal Reserve, la TAF è accessibile a un maggior numero di controparti (circa 7.000, contro le 18 di dette operazioni) a fronte di una più ampia gamma di garanzie. Nel bilancio semplificato della Federal Reserve, la voce “Altre tipologie di prestiti” riunisce le poste “Altri prestiti” e “Disponibilità nette di portafoglio” del bilancio dettagliato e contiene molte delle misure di allentamento creditizio adottate dalla Federal Reserve (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 3.1). In quello della Banca del Giappone, le “Altre tipologie di prestiti” comprendono le operazioni speciali di immissione di liquidità a fronte di debito societario introdotte nel gennaio 2009 e la facilitazione di credito complementare che offre prestiti *overnight* su richiesta delle controparti.

Nel passivo del bilancio semplificato figurano i conti correnti delle istituzioni creditizie e alcuni altri strumenti di politica monetaria utilizzati per assorbire liquidità. I conti correnti includono sia la riserva obbligatoria sia quella in “eccesso”, vale a dire i depositi che eccedono la riserva obbligatoria. L'Eurosistema offre inoltre i depositi presso la banca centrale, una categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti per il deposito di liquidità su base *overnight*. La voce “Operazioni di assorbimento di liquidità” sul bilancio semplificato dell'Eurosistema comprende l'insieme dei depositi a termine che, a differenza dei PcT attivi della Federal Reserve e della Banca del Giappone, non comportano un trasferimento di garanzie alle controparti. Il “Conto integrativo del Tesoro statunitense” contiene i depositi costituiti da quest'ultimo presso la Federal Reserve nel quadro di un programma introdotto nel settembre 2008 per assorbire parte della liquidità in eccesso conseguente alle nuove operazioni di rifinanziamento. Infine, la voce “Vendite di titoli della Banca del Giappone” comprende gli strumenti emessi dalla banca centrale nipponica.

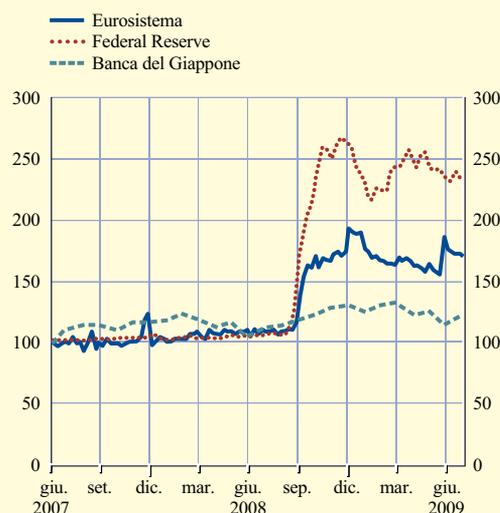
3 ANDAMENTO DEI BILANCI DA GIUGNO 2007

Durante la fase iniziale delle turbolenze finanziarie, ovvero fino a settembre 2008, la dimensione dei bilanci delle banche centrali non ha subito

cambiamenti di rilievo (cfr. figura 1). Le immissioni di liquidità erano compensate con la vendita di attività o con correzioni al ribasso dell'entità delle operazioni di rifinanziamento verso la fine del periodo di mantenimento, per evitare un eccesso di liquidità residuo nel sistema bancario.

**Figura 1 Attività totali sul bilancio
semplificato**

(giugno 2007 = 100)



Fonti: Eurosistema, Federal Reserve, Banca del Giappone ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'aumento delle attività totali dell'Eurosistema registrato il 2 gennaio 2009 è conseguente a una riclassificazione contabile. L'espansione dei portafogli di investimento negli anni precedenti ha trovato riflesso dal lato delle attività del bilancio semplificato (cfr. il riquadro).

Dopo l'intensificarsi delle turbolenze nel quarto trimestre del 2008, invece, l'Eurosistema ha adottato una serie di misure di maggiore sostegno al credito e la Federal Reserve ha varato un programma di allentamento creditizio. Ne è conseguita un'espansione significativa dei rispettivi bilanci, cui ha fatto seguito un calo delle attività nella prima metà del 2009 per le migliorate condizioni nei mercati monetari. Il 24 giugno, tuttavia, la forte domanda registrata nell'operazione di rifinanziamento a un anno condotta dall'Eurosistema ha dato origine a un nuovo aumento delle attività totali nel bilancio di quest'ultimo. A causa del livello elevato di banconote in circolazione, riconducibile a una crescita superiore al *trend* alla fine degli anni novanta, il bilancio della Banca del Giappone aveva una dimensione relativamente consistente prima dell'inizio delle turbolenze; di conseguenza, nei due anni trascorsi la sua espansione è stata più ridotta.

La tavola 2 mostra le attività totali in percentuale del PIL e delle banconote in circolazione

**Tavola 2 Attività totali nel bilancio
semplificato in percentuale del PIL
e delle banconote in circolazione**

	Euro- sistema	Federal Reserve	Banca del Giappone
In percentuale del PIL			
Giugno 2007	10	6	16
Massimo	19	15	23
Data di riferimento per il massimo	2/01/09	17/12/08	31/03/09
Agosto 2009	16	14	22
In percentuale delle banconote in circolazione			
Giugno 2007	144	109	111
Massimo	231	266	144
Data di riferimento per il massimo	2/01/09	17/12/08	31/03/09
Agosto 2009	194	232	139

Fonti: Eurosistema, Federal Reserve, Banca del Giappone ed elaborazioni della BCE.

ne nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone. Prima delle misure adottate come reazione alle turbolenze, le tre banche centrali in esame presentavano delle differenze a questo riguardo: la Federal Reserve registrava i valori più bassi in entrambi i casi, mentre all'Eurosistema e alla Banca del Giappone erano riferiti quelli più elevati in rapporto rispettivamente alle banconote in circolazione e al PIL. Tali differenze si spiegano almeno in parte con le diversità in termini di struttura dei mercati finanziari, di assetto operativo per la politica monetaria e di condizioni economiche. L'aumento delle attività delle banche centrali da ottobre 2008 ha collocato il bilancio della Federal Reserve al primo posto in rapporto alle banconote in circolazione, pur mantenendolo all'ultimo rispetto al PIL. Le sezioni seguenti descrivono i fattori che hanno concorso al suddetto aumento.

3.1 IMPATTO DEGLI STRUMENTI DI IMMISSIONE DI LIQUIDITÀ

La crescita significativa e la ricomposizione dei bilanci semplificati vanno ricondotte alle misure adottate dalle banche centrali per fronteggiare le tensioni sui mercati monetari e garantire l'ordinata attuazione della politica monetaria.

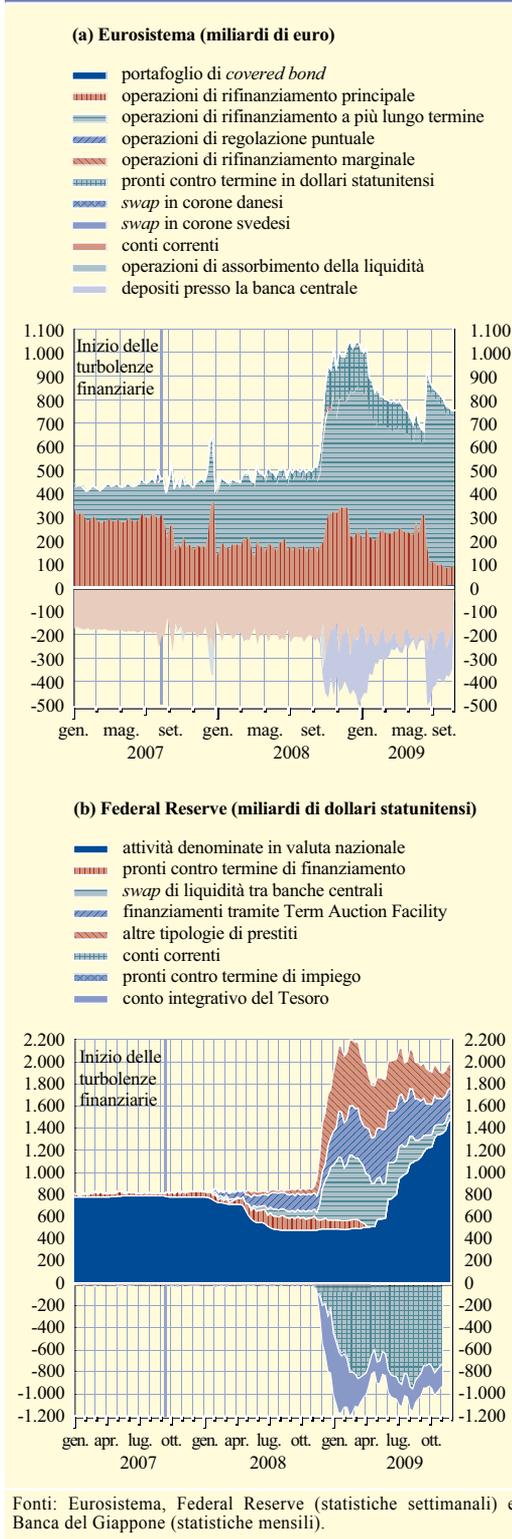
EUROSISTEMA

Nella prima fase delle turbolenze sui mercati finanziari, la principale modifica all'approccio dell'Eurosistema verso la gestione della liquidità – vale a dire l'aumento degli importi aggiudicati e della frequenza delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) – non ha influito sulle dimensioni del bilancio semplificato, ma ha soltanto modificato il rapporto fra le ORLT e le operazioni di rifinanziamento a una settimana: le ORLT costituivano un terzo delle operazioni di rifinanziamento in essere prima delle turbolenze e due terzi nel settembre 2008.

Nell'ottobre del 2008 l'Eurosistema ha varato una serie di iniziative intese a fornire un maggiore sostegno al credito, che a maggio 2009 ha integrato con diversi altri strumenti. In primo luogo, ha iniziato a condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo. In secondo luogo, ha affiancato a questa modifica operativa un'estensione temporanea del già lungo elenco di attività stanziabili nelle operazioni di mercato aperto. In terzo luogo, ha aumentato sia il numero sia la frequenza delle ORLT con scadenze da uno a sei mesi. Queste tre componenti del programma di maggiore sostegno al credito hanno accresciuto notevolmente le dimensioni del bilancio dell'Eurosistema. Le consistenze di ORLT sono salite da 150 miliardi nel giugno del 2007 a oltre 600 alla fine del 2008 e ciò ha fatto quasi raddoppiare l'entità delle operazioni di rifinanziamento in essere, portandola a un massimo di 850 miliardi di euro il 2 gennaio 2009 (cfr. figura 2a). Anche il totale riferito alle operazioni di rifinanziamento principale (ORP) è aumentato, da una media di 190 miliardi di euro durante la prima fase delle turbolenze finanziarie a 340 miliardi agli inizi di dicembre 2008, per poi diminuire successivamente.

Durante la prima metà del 2009, a seguito del miglioramento delle condizioni del mercato monetario, la domanda di ORLT a uno, tre e sei mesi è scesa gradualmente a 400 miliardi di euro. L'Eurosistema ha tuttavia mantenuto le misure straordinarie di gestione della liquidità per favo-

Figura 2 Strumenti di politica monetaria



rire i prestiti bancari all'economia reale. Inoltre, il 24 giugno 2009 ha condotto la prima ORLT a un anno come estensione della terza componente del programma di maggiore sostegno al credito menzionata in precedenza. Tale operazione, che ha suscitato un notevolissimo interesse nelle controparti e si è conclusa con l'aggiudicazione di 442 miliardi di euro, ha determinato un nuovo significativo ampliamento del bilancio dell'Eurosistema. Alla fine di giugno 2009 il volume complessivo delle operazioni di rifinanziamento in essere era pari a 900 miliardi di euro.

A luglio 2009 l'Eurosistema ha posto in essere il quarto elemento fondamentale del suo programma, vale a dire l'acquisto di *covered bond* a titolo definitivo. Nei primi due mesi ha già costituito un portafoglio per un controvalore totale di 9 miliardi di euro, che entro la fine di giugno 2010 dovrebbe salire a 60. Questa misura ha comportato un cambiamento significativo per il bilancio dell'Eurosistema: la voce "titoli denominati in euro emessi da residenti nell'area dell'euro" è stata scomposta in due, vale a dire il portafoglio di *covered bond* (utilizzato nell'attuazione della politica monetaria) e le attività di investimento delle banche centrali dell'area dell'euro (un fattore autonomo).

FEDERAL RESERVE

Le regolari operazioni PcT condotte di norma dalla Federal Reserve per correggere le oscillazioni temporanee del fabbisogno di liquidità del sistema bancario ammontavano mediamente a 30 miliardi di dollari statunitensi nella prima metà del 2007. Il programma di PcT a un mese varato agli inizi del 2008 ha fatto salire le consistenze di PcT a 130 miliardi nel maggio dello stesso anno. Poiché i programmi di prestito introdotti dopo il fallimento di Lehman Brothers avevano generato alti livelli di riserve in eccesso, a gennaio 2009 la Federal Reserve ha cessato di condurre le sue regolari operazioni PcT (cfr. figura 2b). A dicembre 2007 è stata introdotta la Term Auction Facility (TAF), con lo scopo di erogare fondi a termine, e nel 2008 ne è stata allungata a tre mesi la scadenza massima prevista. L'ammontare in essere a titolo della TAF ha raggiunto un massimo di quasi 500 miliardi

di dollari nel marzo 2009 ed è successivamente sceso a circa 220 miliardi.

Oltre alle regolari operazioni PcT e alla TAF, anche le variazioni del portafoglio di strumenti acquistati a titolo definitivo ha influito sulla dimensione e la composizione del bilancio della Federal Reserve durante le turbolenze finanziarie. Tra giugno 2007 e settembre 2008 la Federal Reserve ha venduto titoli del Tesoro per circa 300 miliardi di dollari con lo scopo di compensare la liquidità offerta attraverso la TAF e gli altri programmi di finanziamento di nuova introduzione. Successivamente, nel contesto della sua politica di allentamento creditizio, ha iniziato ad acquistare titoli di debito di agenzie federali (nel settembre 2008) e titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali (nel gennaio 2009), per un portafoglio totale di 740 miliardi di dollari ad agosto 2009. La Federal Reserve ha inoltre ripreso ad acquistare titoli del Tesoro ad aprile 2009, accrescendo pertanto il suo portafoglio di 270 miliardi di dollari entro la fine di agosto.

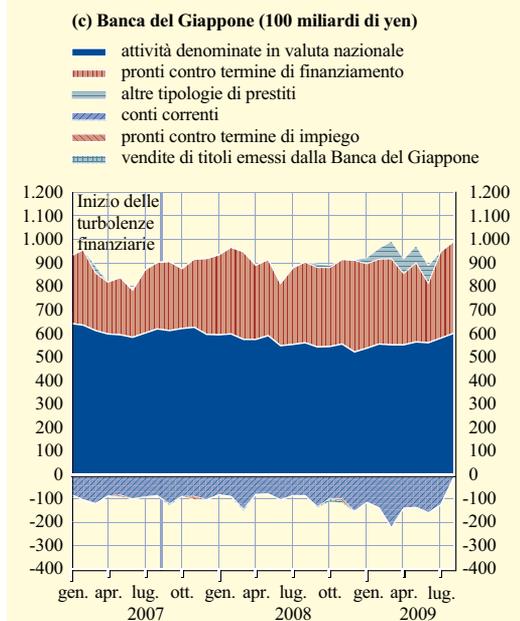
Infine, la voce "Altre tipologie di prestiti" ha concorso in misura significativa alla forte espansione del bilancio della Federal Reserve. Essa comprende la finestra di sconto, un'operazione di rifinanziamento attivabile su iniziativa delle istituzioni finanziarie di deposito. Dopo che la Federal Reserve ha ridotto il differenziale tra il tasso sulle operazioni effettuate attraverso la finestra di sconto e il tasso obiettivo sui Federal Fund (da 100 a 50 punti base nell'agosto 2007 e a 25 punti base nel marzo 2008) e ha esteso la scadenza dei finanziamenti erogabili (da *overnight* a 30 e, successivamente, a 90 giorni), il ricorso a questa tipologia di prestito è salito da una media di 200 milioni di dollari nel giugno del 2007 a quasi 100 miliardi nell'ottobre del 2008. Inoltre, a marzo 2008 i *primary dealers* (vale a dire un gruppo limitato di intermediari finanziari non bancari che costituiscono le controparti della Federal Reserve nelle consuete operazioni di mercato aperto) sono stati ammessi a un analogo programma di prestiti *overnight* attivabile su iniziativa delle controparti, la Primary Dealer Credit Facility.

La voce “Altre tipologie di prestiti” della Federal Reserve include anche alcuni strumenti introdotti dopo il settembre del 2008 per allentare le condizioni del credito. In primo luogo, è stata lanciata la Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, intesa a finanziare le banche nell’acquisto di *asset-backed commercial paper* dai fondi del mercato monetario. Successivamente, nell’ottobre del 2008, si sono aggiunti la Commercial Paper Funding Facility, avente lo scopo di accrescere la liquidità del mercato della carta commerciale, e la Money Market Investor Funding Facility, destinata a offrire liquidità agli investitori del mercato monetario. Nel marzo del 2009 è stata introdotta la Term Asset-Backed Securities Loan Facility, con l’obiettivo di favorire l’emissione di titoli garantiti da prestiti al consumo e prestiti alle piccole imprese. Questi nuovi programmi di finanziamento, il maggiore ricorso alla finestra di sconto, i fondi erogati nel quadro della fusione tra Bear Stearns e JPMorgan Chase e la ristrutturazione di AIG hanno fatto aumentare la posta “Altre tipologie di prestiti” da 190 milioni di dollari a fine giugno 2007 a un massimo di 600 miliardi alla fine del 2008. Come nel caso delle ORLT condotte dall’Eurosistema, il miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari ha fatto scendere la domanda dei nuovi strumenti a 220 miliardi di dollari a fine agosto 2009.

BANCA DEL GIAPPONE

Anche la Banca del Giappone ha accresciuto la dimensione del suo bilancio e ne ha modificato la composizione, al pari dell’Eurosistema e della Federal Reserve, ma su scala più ridotta. In primo luogo, da giugno 2007 ha innalzato a circa 19.000 miliardi di yen il livello delle sue operazioni PcT (cfr. figura 2c). In secondo luogo, tra il 2007 e il 2008 ha visto ridursi le disponibilità di titoli di Stato giapponesi per motivi principalmente riconducibili al fatto che gli acquisti sono stati inferiori ai rimborsi. Con lo scopo di sostenere i mercati creditizi durante le turbolenze, ha iniziato ad acquistare carta commerciale nel febbraio del 2009 e obbligazioni societarie il mese successivo, accumulando entro agosto consistenze rispettiva-

Figura 2 Strumenti di politica monetaria



Fonti: Eurosistema, Federal Reserve (statistiche settimanali) e Banca del Giappone (statistiche mensili).

mente pari a 100 e 250 miliardi di yen. Infine, per agevolare il finanziamento delle imprese, nel gennaio del 2009 ha introdotto operazioni speciali di liquidità a tasso fisso con importo illimitato garantite da titoli di debito societario. Con tali operazioni, la voce “Altre tipologie di prestiti” ha raggiunto 7.500 miliardi di yen nel marzo del 2009.

COLLABORAZIONE TRA BANCHE CENTRALI

A dicembre 2007 è stata introdotta un’importante innovazione, che ha segnato una tappa significativa nella collaborazione tra banche centrali durante le turbolenze finanziarie mondiali: la BCE e diverse altre banche centrali hanno infatti deciso di intervenire assieme alla Federal Reserve fornendo liquidità in dollari statunitensi contro garanzie nazionali alle loro controparti per il tramite di accordi di *swap*. Le linee di *swap* sono di norma riservate agli interventi sui mercati valutari, ma la loro attivazione durante le turbolenze ha avuto lo scopo di fronteggiare gli attriti sul mercato monetario e ha modificato in senso qualitativo la composizione dei bilanci

semplificati delle banche centrali. Alla metà di dicembre del 2008 l'ammontare totale in essere delle operazioni di *swap* in dollari iscritto nel bilancio semplificato della Federal Reserve ha sfiorato i 600 miliardi di dollari, un quarto degli attivi totali della banca. Nello stesso mese circa un quarto dei 600 miliardi di dollari riferiti a linee di *swap* fra banche centrali (equivalente a 200 miliardi di euro) figurava dal lato delle passività dei bilanci semplificati dell'Eurosistema, mentre un quinto (11.000 miliardi di yen) si trovava sul bilancio della Banca del Giappone. Nel 2009 la domanda internazionale di rifinanziamento in dollari è scesa gradualmente e in agosto il relativo importo iscritto nel bilancio semplificato della Federal Reserve era pari a 60 miliardi di dollari, di cui l'equivalente di 31 miliardi di euro riferibile all'area dell'euro e l'equivalente di circa 770 miliardi di yen al Giappone.

Oltre alle operazioni in dollari statunitensi, da ottobre 2008 l'Eurosistema ha offerto in media l'equivalente di 33 miliardi di euro mediante *swap* sul tasso di cambio franco svizzero/euro condotti in cooperazione con la Banca nazionale svizzera. Da novembre 2008 ha inoltre fornito una media di 3 miliardi di euro alle istituzioni creditizie danesi attraverso accordi di *swap* sul cambio euro/corona danese conclusi con la Danmarks Nationalbank. Analogamente, da giugno 2009 ha offerto 3 miliardi di euro alle controparti della Sveriges Riksbank attraverso una linea di *swap* euro/corone svedesi. Queste operazioni di immissione di liquidità in valuta costituiscono il quinto elemento fondamentale del programma di sostegno al credito introdotto dall'Eurosistema.

3.2 EFFETTI DEGLI STRUMENTI UTILIZZATI PER ASSORBIRE LIQUIDITÀ

Le tre banche centrali hanno assorbito la liquidità in eccesso attraverso strumenti diversi. Nel caso dell'Eurosistema, la voce del passivo che ha registrato la crescita maggiore è costituita dai depositi presso la banca centrale: il loro saldo medio è passato da circa 1 a oltre 300 miliardi di euro tra la fine di giugno 2007 e la fine del 2008, è sceso gradualmente a meno di

20 miliardi nel giugno del 2009 ed è successivamente risalito a una media di 190 miliardi durante l'estate. L'Eurosistema ha inoltre assorbito liquidità attraverso diverse operazioni di regolazione puntuale condotte a dicembre 2007 e a gennaio e ottobre 2008, oltre che alla fine di gran parte dei periodi di mantenimento.

Come indicato in precedenza, il bilancio della Federal Reserve non è cresciuto in misura significativa tra giugno 2007 e settembre 2008 perché l'eccesso di liquidità fornito attraverso i nuovi programmi di finanziamento è stato riasorbito dalla vendita e dal rimborso di titoli del Tesoro per un controvalore di circa 300 miliardi di dollari: questo ha accresciuto l'ammontare relativo a una categoria di attività e ridotto quello di un'altra. Lo stesso non è stato tuttavia possibile dopo le massicce immissioni di liquidità risultanti dalle misure adottate a ottobre 2008, quando, in base ad un accordo raggiunto tra la Federal Reserve e il Tesoro statunitense, quest'ultimo ha emesso titoli e depositato i proventi della relativa vendita in un conto integrativo presso la Federal Reserve. Tale misura ha assorbito 500 miliardi di dollari nell'ottobre e novembre del 2008, portando a 200 miliardi l'ammontare ancora in essere ad agosto 2009.

Da parte sua, prima di novembre 2008 la Banca del Giappone ha occasionalmente assorbito liquidità attraverso la vendita di strumenti di propria emissione e PcT di impiego su titoli di Stato nipponici per un ammontare totale in essere non superiore a circa 1.000 miliardi di yen.

Anche i saldi sui conti correnti detenuti dalle istituzioni creditizie statunitensi e giapponesi presso le rispettive banche centrali, che comprendono la riserva obbligatoria e le riserve in eccesso, sono aumentati dall'ottobre del 2008. Ciò va ricondotto all'introduzione di una remunerazione delle riserve in eccesso, che ha permesso alle banche di detenere queste ultime a costi nulli. A ottobre 2008 la Federal Reserve ha iniziato a corrispondere interessi sia sulle riserve obbligatorie sia su quelle in eccesso e il mese successivo la Banca del Giappone ha introdotto una Complementary Deposit Facility temporanea, iscritta a bilancio assieme ai conti

correnti, per remunerare le riserve in eccesso. Tali misure hanno acquisito un ruolo importante nell'assorbimento della liquidità in eccesso e hanno determinato una crescita notevole dei saldi di conto corrente, da meno di 20 a oltre 860 miliardi di dollari tra giugno 2007 e agosto 2009 nel caso della Federal Reserve e da meno di 10.000 a 12.000 miliardi di yen in quello della Banca del Giappone.

Il forte aumento dell'offerta di liquidità nell'attivo e dell'assorbimento di liquidità nel passivo dei bilanci delle banche centrali attesta l'importanza del ruolo di intermediazione svolto da queste ultime durante la fase di imperfetto funzionamento dei mercati monetari e, soprattutto, nei mesi immediatamente successivi il tracollo di Lehman Brothers a settembre 2008. Intervenedo per ridurre le carenze di liquidità nel mese di ottobre 2008, le banche centrali hanno parzialmente sostituito un'ampia parte del mercato monetario come fonte di finanziamento per le istituzioni creditizie. Ad esempio, il volume di contrattazioni sul mercato interbancario *overnight* in euro e sul mercato e-MID²⁾ è sceso quando l'Eurosistema ha deciso di condurre le proprie operazioni di rifinanziamento mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo e ha ridotto a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso delle ORP (cfr. figura 3a). Il corridoio è stato successivamente ampliato (a 200 punti base) alla fine di gennaio 2009, con l'intento di riattivare il mercato monetario in euro, e poi di nuovo ristretto (a 150 punti base) in maggio. Come mostra la figura 3a, tra gennaio e giugno 2009 i volumi *overnight* sono aumentati e le attività totali dell'Eurosistema sono diminuite³⁾. Anche nel caso della Banca del Giappone, l'aumento delle operazioni PcT e delle riserve in eccesso osservato tra ottobre 2008 e luglio 2009 è stato connesso a una diminuzione dell'attività sul mercato monetario (cfr. figura 3b)⁴⁾.

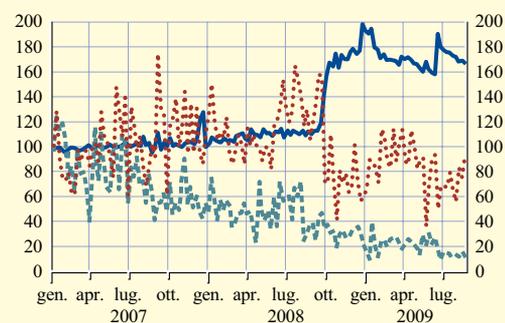
Il ruolo di intermediazione delle banche centrali – particolarmente importante nei mesi successivi al tracollo di Lehman Brothers – è in linea con il programma di maggiore sostegno al cre-

Figura 3 Attività totali delle banche centrali e volume di scambio nel mercato monetario

(gennaio 2007=100)

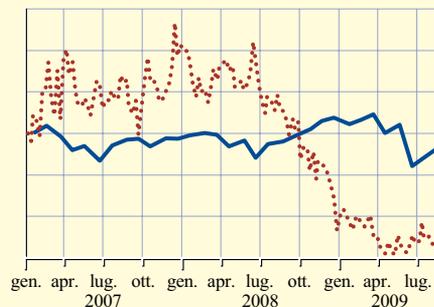
a) area dell'euro (Eonia, scadenze *overnight*; e-MID, scadenze da *overnight* a sei mesi)

— attività totali
 volume Eonia
 - - - volume e-MID



b) Giappone (scadenze da *overnight* a un anno)

— attività totali
 volume del mercato dei depositi in yen non garantiti e remunerati al *call rate*



Fonti: Eurosistema, e-MID, Banca del Giappone, Japanese Brokers Association ed elaborazioni della BCE.

dito varato dall'Eurosistema, con la politica di allentamento creditizio introdotta dalla Federal Reserve e con le misure di rafforzamento del mercato dei titoli di debito societari adottate dalla Banca del Giappone.

- 2) e-MID è il più grande mercato elettronico europeo per i depositi interbancari non garantiti.
- 3) Per una descrizione dell'impatto sui mercati *overnight* in euro esercitato dal restringimento del corridoio fra i tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, cfr. l'articolo *L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007*, nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.
- 4) Le statistiche sui volumi di scambi *overnight* di dollari statunitensi non vengono messe a disposizione del pubblico.

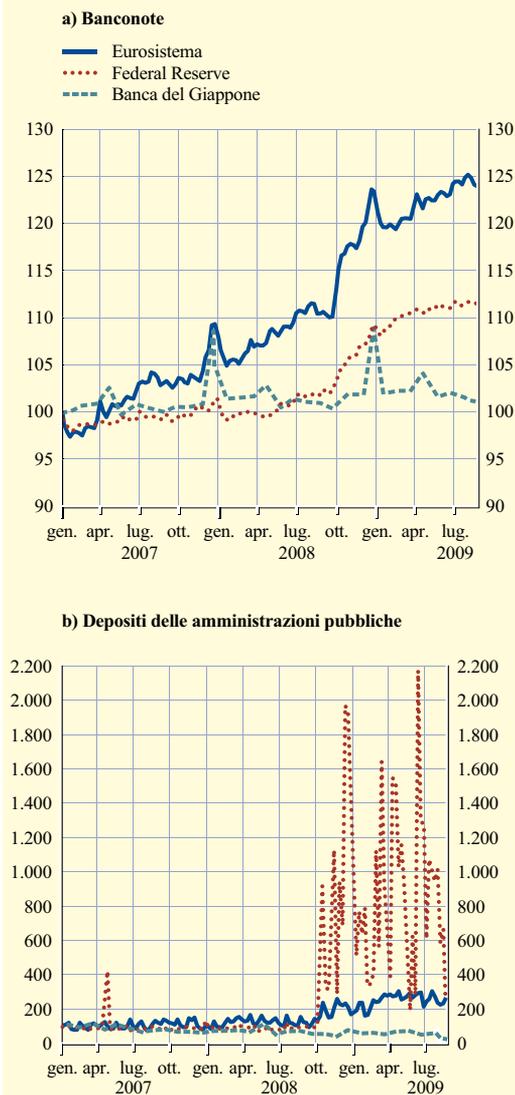
3.3 ANDAMENTI DEI FATTORI AUTONOMI

Durante le turbolenze finanziarie, il passivo dei bilanci semplificati delle tre banche centrali si è ampliato anche come conseguenza dell'aumento dei fattori autonomi di liquidità (in particolare banconote in euro, depositi delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e depositi del Tesoro statunitense). La crescita del volume di tali fattori, che spiega perché la liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria descritti nella sezione 3.1 sia cresciuta più di quella assorbita mediante le misure illustrate nella sezione 3.2, si è accompagnato a un aumento della volatilità degli stessi.

Le turbolenze hanno influito sulla domanda di banconote, soprattutto nell'autunno del 2008. La figura 4a mostra che alla fine di settembre dello scorso anno la domanda di banconote in euro (e, in misura inferiore, in dollari statunitensi) è cresciuta significativamente, al di là della tendenza crescente di lungo periodo e dell'aumento stagionale che si registra di norma attorno ai periodi di ferie. Nella prima metà di ottobre 2008 la domanda superiore al trend è stata di circa 35 miliardi di euro, di cui approssimativamente due terzi riguardante il taglio da 500 euro. Poiché i biglietti di grosso taglio sono di norma utilizzati come riserva di valore (vale a dire come sostituto dei depositi bancari) e non a fini transattivi, questo livello elevato potrebbe essere connesso a una mancanza di fiducia nel sistema bancario in tale periodo. Inoltre, una parte considerevole della domanda di biglietti da 500 euro va ricondotta a banche con sedi prossime ai confini dell'area dell'euro o che si occupano della distribuzione di banconote all'esterno dell'area e in particolare nell'Europa orientale. Questa domanda straordinaria di banconote in euro si è gradualmente esaurita alla fine del mese, dopo l'annuncio di misure pubbliche straordinarie a sostegno del settore bancario. Il livello di circolante è tuttavia rimasto superiore alla tendenza di lungo periodo. Analogamente, nel caso della Federal Reserve, la crescita delle banconote in circolazione si è intensificata nel maggio del 2008 dopo essere stata in calo dal 2003. L'intensificazione è

Figura 4 Fattori autonomi di liquidità

(gennaio 2007=100)



Fonti: Eurosistema, Federal Reserve, Banca del Giappone ed elaborazioni della BCE.

ascrivibile principalmente alla maggiore domanda dall'America latina oltre che, nel prosieguo dell'anno, dall'Europa orientale e dagli stessi Stati Uniti.

L'entità e la volatilità dei depositi delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro e del Tesoro statunitense rispettivamente presso l'Eu-

rosistema e la Federal Reserve hanno registrato un incremento significativo nell'ultimo trimestre del 2008 (cfr. figura 4b). Una causa di questo andamento è rappresentata dai consistenti e diversi pagamenti connessi ai programmi pubblici introdotti come reazione alle turbolenze finanziarie. Il Tesoro statunitense, ad esempio, ha mantenuto un saldo elevato nel suo conto generale presso la Federal Reserve per gestire i deflussi relativi al Troubled Asset Relief Program. Inoltre, i ministeri del Tesoro hanno incontrato difficoltà crescenti nel collocare fondi sul mercato.

Infine, i portafogli di investimento delle banche centrali dell'area dell'euro nella voce "Attività denominate in euro" del bilancio semplificato dell'Eurosistema (cfr. tavola 1a) sono aumentati da giugno 2007. Gran parte dell'incremento ha trovato riflesso nel bilancio semplificato solo a seguito della riclassificazione contabile di fine dicembre 2008 (cfr. il riquadro). La crescita dei portafogli di investimento delle banche centrali dell'area dell'euro si è mantenuta entro i limiti definiti da un accordo dell'Eurosistema, il quale è inteso a garantire che tali portafogli non interferiscano con la politica monetaria unica. Le banche centrali dell'area dell'euro acquistano attività denominate in euro per scopi diversi, tra cui: accrescere il reddito monetario, investire fondi propri e offrire servizi di banca agente sia al rispettivo governo (in relazione, tra l'altro, ai fondi pensione pubblici) sia alle banche centrali e ai governi di altri paesi (ad esempio, servizi di gestione delle riserve).

4 CONCLUSIONI

Come reazione alle turbolenze finanziarie l'Eurosistema, la Federal Reserve e la Banca del Giappone hanno introdotto misure significative volte a preservare l'accesso delle istituzioni finanziarie alla liquidità nonostante i problemi di funzionamento dei mercati monetari e a ridurre

le tensioni sui mercati creditizi, garantendo di conseguenza l'ordinata trasmissione della politica monetaria al settore reale dell'economia. Tali misure hanno trasformato le banche centrali in importanti intermediari nel mercato monetario e fatto aumentare notevolmente la dimensione e la complessità dei loro bilanci.

Prima di ottobre 2008 le tre banche centrali hanno fronteggiato i problemi di funzionamento dei mercati monetari accrescendo l'ammontare in essere e/o la scadenza media delle loro operazioni di rifinanziamento. Nel periodo successivo hanno invece mirato maggiormente a sostenere il flusso di credito al settore privato e, più in generale, a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Poiché il grado di dipendenza dell'economia dal settore bancario è molto più elevato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti⁵⁾, l'Eurosistema ha varato un programma di maggiore sostegno al credito accentuando l'offerta di liquidità alle istituzioni creditizie anche attraverso l'acquisto di *covered bond*. Data l'importanza economica dei mercati dei capitali negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha attuato una politica di allentamento creditizio rivolta a diversi segmenti del mercato del credito. La Banca del Giappone ha introdotto misure speciali a sostegno del mercato del finanziamento alle imprese, particolarmente colpito dal rallentamento economico. Oltre ad adottare misure di politica monetaria interna, le tre banche centrali (e diverse altre) si sono alleate in un'azione inedita a livello mondiale per mitigare l'impatto della peggiore turbolenza finanziaria degli ultimi decenni offrendo valuta estera al sistema bancario locale attraverso linee di *swap*.

5) Tra il 2004 e il 2008 il canale bancario ha costituito in media il 70 per cento del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro e poco più del 20 per cento di quello delle società statunitensi. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

LO SVILUPPO FINANZIARIO NELLE ECONOMIE EMERGENTI: DISAMINA E IMPLICAZIONI DI *POLICY*

Lo sviluppo finanziario interno a un'economia presenta importanti implicazioni economiche e di policy. Nel presente articolo tale tema è trattato con riferimento alle economie emergenti e in via di sviluppo, considerando altresì i legami economici e finanziari da esse intrattenuti con le economie avanzate. In quest'ottica, assumono particolare rilevanza quattro implicazioni dello sviluppo finanziario. In primo luogo, i progressi realizzati in quest'ambito possono portare a una più elevata crescita potenziale, ad esempio mediante un aumento dei livelli di investimento, come mostrano numerose ricerche. Inoltre, un maggiore grado di sviluppo dei mercati finanziari interni tende ad accrescere la capacità di tenuta delle economie emergenti, a condizione che sia fondato su una sorveglianza prudenziale molto solida e rigorosa. L'aumento dello spessore e della liquidità dei mercati è in grado di attrarre investitori esteri, come confermano gli andamenti degli afflussi lordi di capitali privati alle economie emergenti. La maggiore esposizione finanziaria transfrontaliera comporta tuttavia, in determinate circostanze, il rischio di improvvise inversioni dei flussi di capitali, un fenomeno evidenziato dalla crisi finanziaria in corso. Infine, l'esistenza di importanti differenze nel grado di sviluppo finanziario fra le economie avanzate e gran parte di quelle emergenti è stata uno dei fattori all'origine dell'accumulo di squilibri internazionali negli anni precedenti la crisi finanziaria. È pertanto ipotizzabile che un maggiore grado di simmetria nella globalizzazione finanziaria – ossia il recupero del ritardo accumulato in termini finanziari dalle economie emergenti – potrebbe, in un più lungo periodo, contribuire a dare una configurazione più sostenibile a risparmi-investimenti e alle bilance dei pagamenti di parte corrente, grazie alla crescita della domanda interna e alla riduzione dei deflussi di capitali pubblici nelle economie emergenti e in via di sviluppo. Questo richiede anche appropriati miglioramenti che rinforzino la stabilità del sistema finanziario mondiale internazionale.

Fatte queste premesse, l'articolo presenta ed esamina alcuni indicatori dello sviluppo finanziario interno nelle economie emergenti, raffrontandole alle economie avanzate. Esso si sofferma poi più in particolare su due degli aspetti summenzionati dello sviluppo finanziario, ossia: 1) il nesso con gli squilibri internazionali e le conseguenti implicazioni a livello sia di mercati emergenti, sia mondiale; e 2) il legame fra lo sviluppo finanziario interno e la stabilità finanziaria, con particolare riferimento all'esempio del rapido sviluppo del credito bancario nell'Europa orientale e sudorientale.

I INTRODUZIONE

Lo sviluppo finanziario interno può essere definito come la capacità di un paese di veicolare i risparmi verso gli investimenti entro i confini nazionali. Tale capacità dipende dal progresso istituzionale e organizzativo del sistema finanziario nazionale, che riduce le asimmetrie informative, porta alla creazione di nuovi importanti segmenti di mercato, promuove l'innovazione finanziaria, accresce la gamma di operazioni finanziarie a disposizione degli operatori, riduce i costi di transazione ed aumenta la concorrenza¹⁾. In base a questa definizione, la nozione di "sviluppo finanziario interno" andrebbe mantenuta distinta da altri concetti, quali quelli di "sistema finanziario", "integrazione finanziaria" e

"apertura finanziaria"²⁾. In particolare, ai fini del presente articolo è essenziale distinguere fra stabilità finanziaria e sviluppo finanziario interno: è infatti perfettamente plausibile che un paese altamente sviluppato da un punto di vista finanziario sia soggetto a crisi finanziarie qualora i risultati da esso raggiunti in termini di stabilità finanziaria siano carenti, come mostra chiaramente la crisi in atto.

- 1) Cfr. P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou e M. Lo Duca (2007), "The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe", *Occasional Paper* della BCE n. 72.
- 2) Per quanto riguarda il quadro di riferimento concettuale cui si riferisce il presente articolo, cfr. l'articolo intitolato "Valutazione della performance dei sistemi finanziari", nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino, nonché BCE (2008), *Financial integration in Europe*.

In considerazione delle importanti implicazioni economiche e di policy dello sviluppo finanziario interno, la comunità internazionale ha dedicato crescente attenzione a questo tema, alle sue ripercussioni e alle azioni necessarie in tale ambito (ad esempio per quanto riguarda le riforme regolamentari e microeconomiche, la gestione macroeconomica e la cooperazione fra le banche centrali). I consessi e le organizzazioni internazionali, come il G7/G8, il G20, il Fondo monetario internazionale, la Banca mondiale e la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), hanno auspicato la realizzazione di progressi nel campo dello sviluppo finanziario interno delle economie emergenti e in via di sviluppo (di seguito designate, per brevità, “economie emergenti”), al fine di accrescere la loro resilienza e contribuire a un’ordinata eliminazione degli squilibri internazionali mediante una riduzione dei flussi netti di capitali dai paesi in avanzo a quelli in disavanzo³⁾. Per quanto concerne il complesso legame intercorrente fra lo sviluppo finanziario interno, i flussi di capitali e la stabilità finanziaria, il Comitato per il sistema finanziario globale (CSFG) ospitato presso la BRI e il G20 hanno di recente pubblicato vari rapporti dedicati a questo e ad altri temi.

Alcuni fatti stilizzati indicano che a partire dalla fine degli anni novanta il ritmo di sviluppo finanziario interno è andato crescendo nella maggior parte delle economie emergenti.

Il finanziamento complessivo di queste economie, ovvero il finanziamento sia interno sia esterno, il totale dei prestiti bancari, gli strumenti di debito e i titoli azionari (questi ultimi al netto dei finanziamenti esterni) in rapporto al PIL è cresciuto significativamente nel periodo 1998-2007, portandosi a oltre il 200 per cento (cfr. figura 1). La successiva crisi finanziaria ha provocato una riduzione di questo indicatore nel 2008, ma in ragione d’anno tale riduzione è risultata relativamente modesta se confrontata con la forte inversione dei flussi di capitali privati esteri diretti alle economie emergenti osservata in particolare nell’ultimo trimestre di quell’anno.

Per quanto riguarda la passività in titoli di debito, conformemente con il piano d’azione del G8

Figura 1 Totale delle fonti di finanziamento delle economie emergenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI, World Economic Outlook dell’FMI e Datastream.
Nota: le 17 economie di mercato emergenti (EME) rappresentate nelle figure 1, 2 e 3 sono: Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Singapore, Sudafrica, Taiwan PoC, Thailandia, Turchia e Venezuela.

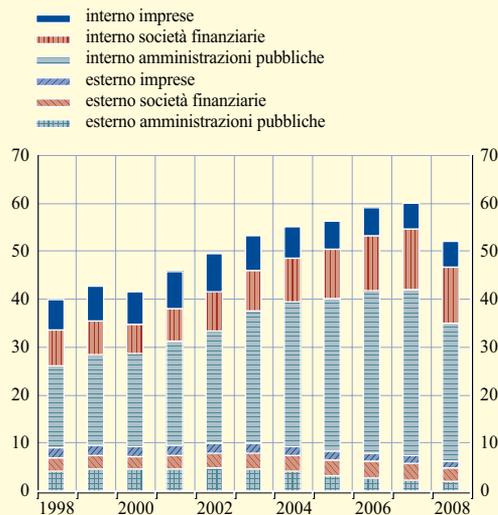
le economie emergenti hanno progressivamente ridotto a partire dal 2003 le emissioni di debito estero, ricorrendo in misura crescente alle emissioni sull’interno, un processo, questo, che ha ridotto la loro vulnerabilità, ad esempio a fronte di shock nei tassi di cambio. Tale processo è stato trainato dalle emissioni di titoli sovrani (fino al 2008) e, in misura minore, dalle emissioni bancarie, mentre in rapporto al PIL i titoli di debito emessi sull’interno e all’estero dalle imprese non bancarie non hanno evidenziato variazioni significative nel periodo 1998-2008 (cfr. figura 2).

Infine, seppure partendo da livelli molto bassi, nel periodo 1998-2008 il finanziamento sui mercati interni (al netto dei prestiti bancari) è cresciuto a un tasso molto più elevato nelle economie emergenti (105 per cento) che non in quelle

3) Ad esempio, nell’ottobre del 2007 i ministri finanziari e i governatori delle banche centrali del G7 hanno accolto con favore il piano d’azione del G8 per lo sviluppo dei mercati obbligazionari locali nelle economie emergenti.

Figura 2 Debito esterno e interno delle economie emergenti a confronto

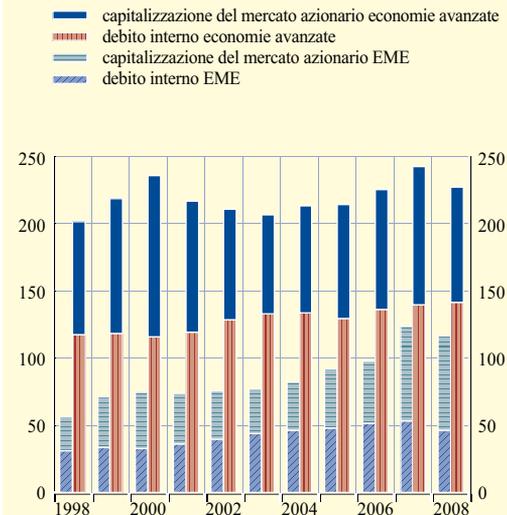
(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI, *World Economic Outlook* dell’FMI e Datastream.
Nota: cfr. anche la nota alla figura 1.

Figura 3 Finanziamento sul mercato interno nelle economie emergenti e avanzate

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI, *World Economic Outlook* dell’FMI e Datastream.
Note: le 17 economie di mercato emergenti (EME) rappresentate nelle figure 1, 2 e 3 sono: Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Singapore, Sudafrica, Taiwan PoC, Thailandia, Turchia e Venezuela. Le economie avanzate comprendono Stati Uniti, Giappone e i seguenti paesi dell’UE: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Svezia.

avanzate (13 per cento; per economie avanzate si intendono qui gli Stati Uniti, il Giappone e un sottoinsieme di 14 paesi dell’UE). Di conseguenza, nel 2008 il finanziamento nei mercati interni rappresentava delle economie emergenti il 117 per cento del loro PIL (oltre la metà del corrispondente rapporto per le economie avanzate), a fronte di appena il 57 per cento nel 1998 (meno di un terzo del rapporto per le economie avanzate) (cfr. figura 3).

Alla luce di questi fatti stilizzati e delle considerazioni sopra esposte, appare necessaria una misurazione e una valutazione più approfondite dello sviluppo finanziario interno delle economie emergenti. A tal fine, la sezione 2 presenta ed analizza alcuni indicatori dello sviluppo finanziario interno in queste economie, utilizzando le economie avanzate come termine di paragone. La sezione 3 esamina il nesso fra lo sviluppo finanziario interno e variabili macroeconomiche quali il risparmio, gli investi-

menti e i saldi del conto corrente, nonché le sue implicazioni nella prospettiva sia dei mercati emergenti, sia dell’economia internazionale. Infine, la sezione 4 è dedicata al legame fra lo sviluppo finanziario interno e la stabilità finanziaria, con particolare riferimento all’Europa orientale e sudorientale durante la crisi finanziaria.

2 MISURAZIONE DELLO SVILUPPO FINANZIARIO INTERNO NELLE ECONOMIE EMERGENTI

Nella presente sezione si mette a confronto il grado di sviluppo finanziario interno raggiunto da 26 economie emergenti – i membri del G20, i principali esportatori di materie prime non appartenenti al G20 e altre economie emergenti con rilevanza sistemica – con quello delle economie del G7 escluso il Canada (raggruppando i paesi dell’area dell’euro membri del G7 all’interno di

Tavola I Indice dello sviluppo finanziario interno: dimensioni e variabili considerate

1. Istituzioni		2. Dimensioni e accesso ai mercati				3. Performance di mercato	
Qualità delle istituzioni	Contesto regolamentare e giudiziario	Dimensioni dei mercati finanziari privati "tradizionali"	Innovazione finanziaria	Possibilità dei residenti di accedere a finanziamenti	Efficienza delle banche	Liquidità (scambi sul mercato)	Distribuzione della base di attività interne fra i settori privato e pubblico
Livello della corruzione (-)	Robustezza, imparzialità e osservanza del sistema giuridico (+)	Valore del mercato azionario/PIL (+)	Emissioni lorde di ABS e MBS/PIL (+)	Numero di filiali bancarie per 100 000 abitanti (+)	Rapporto fra costi e redditi bancari (-)	Valore delle azioni trattate in rapporto alla capitalizzazione del mercato azionario (media mobile di tre anni) (+)	Attività della banca centrale verso il settore privato in rapporto al totale delle attività verso il settore privato (-)
Qualità dell'amministrazione pubblica (+)	Protezione degli investitori (potere degli azionisti di minoranza) (+)	Mercato delle obbligazioni private/PIL (+)		Numero di distributori ATM per 100 000 abitanti (+)			Ammontare dei finanziamenti pubblici in rapporto al totale delle attività bancarie (-)
	Efficacia delle leggi in materia di garanzie e fallimento nel tutelare i diritti di debitori e creditori (+)	Attività bancarie totali/PIL (+)		Grado di penetrazione delle assicurazioni vita (volume dei premi/PIL) (+)			Debito privato interno in rapporto al debito interno delle amministrazioni pubbliche (-)
	Quantità di informazioni disponibili nelle operazioni di prestito (+)	Attività delle società finanziarie non bancarie/PIL (+)		Grado di penetrazione delle assicurazioni diverse da quelle vita (volume dei premi/PIL) (+)			
	Efficienza nel far rispettare i contratti e nella risoluzione delle dispute commerciali (+)			Costo di mantenimento di un conto di risparmio (commissioni annuali) (-)			

Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara (2009), op. cit. (cfr. pagg. 52-54 per la fonte specifica di ogni variabile).
Nota: fra parentesi è indicato l'effetto atteso sullo SFI. ABS sta per *asset-backed securities* e MBS per *mortgage-backed securities*.

un aggregato ponderato definito "G3 dell'area dell'euro"). L'anno preso a riferimento è il 2006, un periodo indicativo del grado di sviluppo finanziario interno raggiunto a livello mondiale prima del processo di riequilibrio innescato dalla crisi finanziaria in atto dall'estate del 2007⁴⁾.

Lo sviluppo finanziario interno è misurato sulla base di un indice normalizzato composito⁵⁾ com-

- 4) Nel 2006 (anno precedente alla crisi finanziaria) le dimensioni dei mercati finanziari risultavano probabilmente dilatate per effetto di fattori quali la ricerca di rendimento e la sottovalutazione del rischio. Ciò porta a chiedersi se la dimensione di alcuni mercati finanziari, ad esempio quelli delle economie avanzate, non fossero più dilatate di altri, un aspetto da tenere presente in sede di valutazione.
- 5) Gli indici compositi riportati in questa sezione si basano sulla metodologia originale e sul *database* descritti da E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara (2009), "Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications", *Occasional Paper* della BCE n. 102.

ARTICOLI

Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di *policy*

Tavola 2 Indice dello sviluppo finanziario interno: graduatorie e punteggi

Paese/area	Indice composito dello sviluppo finanziario interno (SFI)		Prima dimensione: Istituzioni e regole a sostegno dello SFI	Seconda dimensione: Dimensioni del mercato finanziario e accesso al finanziamento	Terza dimensione: Proxy della performance del mercato finanziario
	Graduatoria	Punteggio (scala 1-100)	Graduatoria	Graduatoria	Graduatoria
Stati Uniti	1	77.3	1	1	1
Hong Kong SAR	2	69.8	3	7	4
Regno Unito	2	69.8	4	3	11
Giappone	4	66.2	5	2	22
Singapore	4	66.2	2	9	16
Corea del Sud	6	64.6	8	5	2
Taiwan PoC	7	61.7	12	4	6
G3 dell'area dell'euro	8	58.6	10	6	5
Malaysia	9	57.9	7	11	8
Bahrain	10	55.4	13	12	7
Israele	11	54.4	6	10	18
Qatar	12	51.8	9	20	17
Sudafrica	13	49.8	18	8	13
Cina	14	49.5	21	16	3
Cile	15	48.4	11	13	25
Kuwait	16	48.1	15	17	15
Arabia Saudita	17	45.9	19	26	20
Messico	18	45.5	16	21	12
Turchia	19	45.0	20	18	9
Thailandia	20	44.0	26	15	14
Emirati Arabi Uniti	21	43.2	14	23	21
India	22	42.4	22	19	24
Egitto	23	42.2	29	22	23
Oman	24	41.1	23	28	10
Brasile	25	40.8	24	14	26
Argentina	26	39.6	17	29	29
Filippine	27	36.9	27	24	28
Russia	27	36.9	28	27	19
Indonesia	29	34.1	25	30	30
Venezuela	30	29.4	30	25	27

Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara (2009), op. cit.

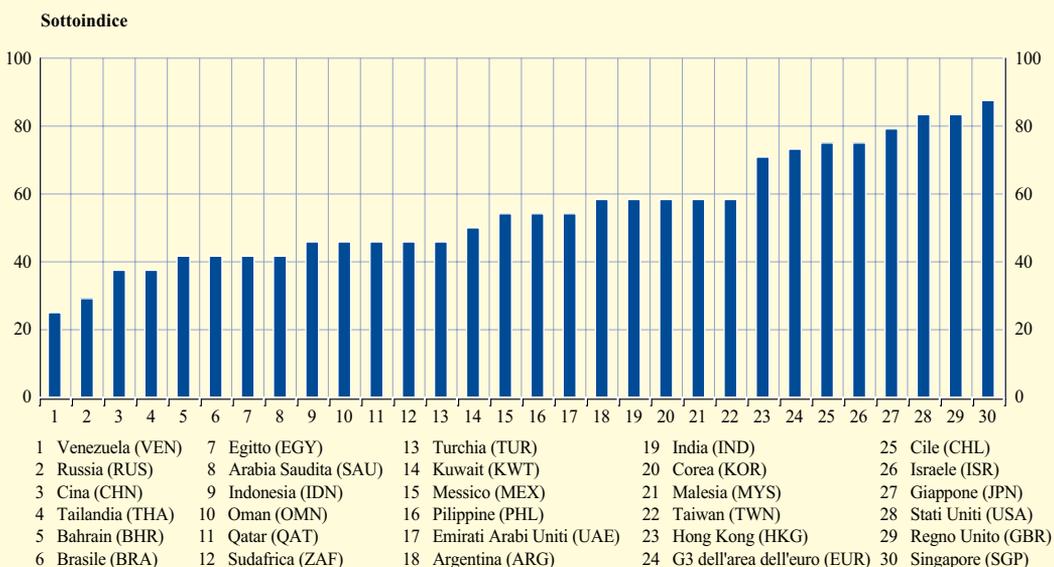
prendente le tre dimensioni (istituzioni, ecc.), le otto sottodimensioni (qualità delle istituzioni, ecc.) e le ventidue variabili sintetizzate nella tavola 1. In particolare, le tre dimensioni più ampie intendono cogliere i diversi aspetti rilevanti ai fini dello sviluppo finanziario interno, ossia: 1) le istituzioni e il quadro normativo a supporto dello sviluppo finanziario interno, secondo quanto indicato dal database “Doing Business” della Banca mondiale e dalla International Country Risk Guide (ICRG); 2) le dimensioni relative dei mercati finanziari in ciascuna economia e la possibilità di un accesso efficiente a tali mercati

da parte degli operatori economici; e 3) varie proxy destinate a sintetizzare la “performance” di ciascun mercato in termini di liquidità, efficienza bancaria e grado di “partecipazione” (*crowding-in*) del settore privato rispetto al peso relativo delle amministrazioni pubbliche e della banca centrale.

Le graduatorie e i punteggi principali ottenuti in base all'indice di sviluppo finanziario interno (SFI) sono riportati nella tavola 2, che mostra come nel 2006 gran parte delle economie emergenti dovesse ancora compiere progressi

Figura 4 Qualità delle istituzioni

(2006)



Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara (2009), op. cit.

sostanziali per conseguire un grado di sviluppo finanziario interno prossimo a quello delle economie del G7 considerate. Queste ultime presentavano infatti un punteggio medio (non ponderato) di circa 68 (su un massimo di 100), mentre per il gruppo dei mercati emergenti considerati nel loro complesso il punteggio medio era inferiore a 48. Al contempo, l'ampiezza del divario variava considerevolmente da un paese all'altro. Tre centri finanziari asiatici (Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan PoC) e la Corea del Sud presentavano punteggi equiparabili a quelli delle economie del G7. Un secondo gruppo di paesi emergenti, dalla Malaysia al Kuwait, riceveva un punteggio intermedio fra 58 e 48. Infine, un ampio gruppo di 14 paesi (corrispondente al 54 per cento del campione) otteneva punteggi di poco o considerevolmente inferiori, dal 46 dell'Arabia Saudita al 29 del Venezuela. Per quanto riguarda i membri del G7, gli Stati Uniti figuravano al primo posto per tutte le dimensioni di sviluppo finanziario. A conclusioni analoghe sono giunte numerose altre ricerche⁶⁾.

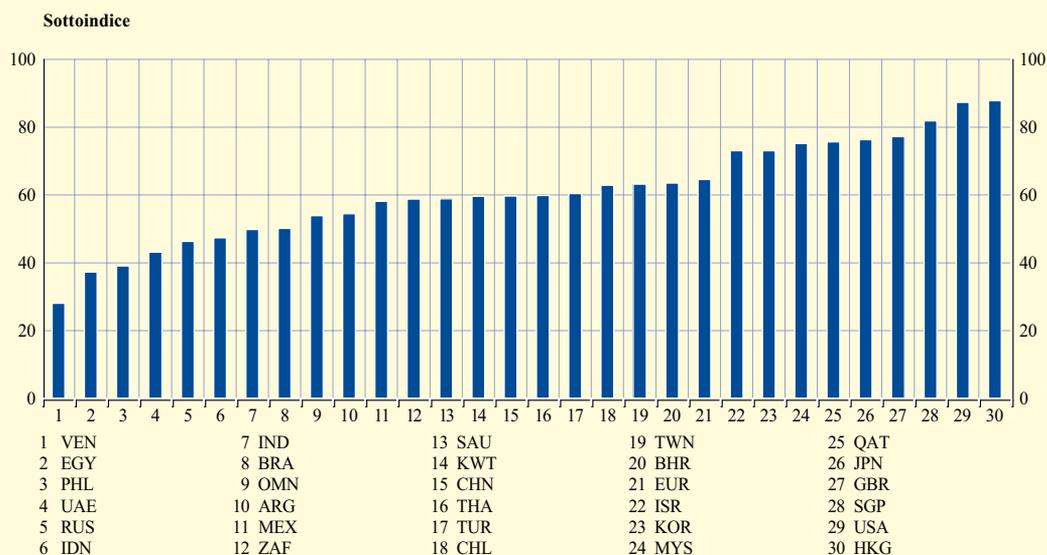
La tavola 2 illustra inoltre che potrebbe sussistere un certo grado di variabilità fra le tre

dimensioni generali di sviluppo finanziario interno sopra menzionate (in breve, istituzioni, dimensioni e performance). Un'analisi più approfondita delle otto sottodimensioni elencate nella tavola 1 concorre a spiegare tale variabilità. Per quanto riguarda la qualità delle istituzioni all'origine dello sviluppo finanziario interno, ai vertici della graduatoria figurano Singapore, Israele e Cile, mentre Venezuela, Russia, Cina e Thailandia ottengono i punteggi più bassi. All'interno del campione, il 27 per cento delle economie presenta un punteggio superiore a 60, la maggior parte (60 per cento) delle economie si situa fra 40 e 60 punti, e il restante 13 per cento non supera i 40 punti (cfr. figura 4). Per quanto concerne la sottodimensione del quadro regolamentare, gran parte del campione si colloca fra 50 e 70. I contesti regolamentari più favorevoli sono quelli di Hong Kong SAR, Singapore, Qatar, Malaysia

6) Cfr. in particolare World Economic Forum (2008), *The Financial Development Report*. Per un contributo influente in materia, cfr. T. Beck, A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (2000), "A New Database on Financial Development and Structure", *World Bank Economic Review* n. 14.

Figura 5 Contesto regolamentare

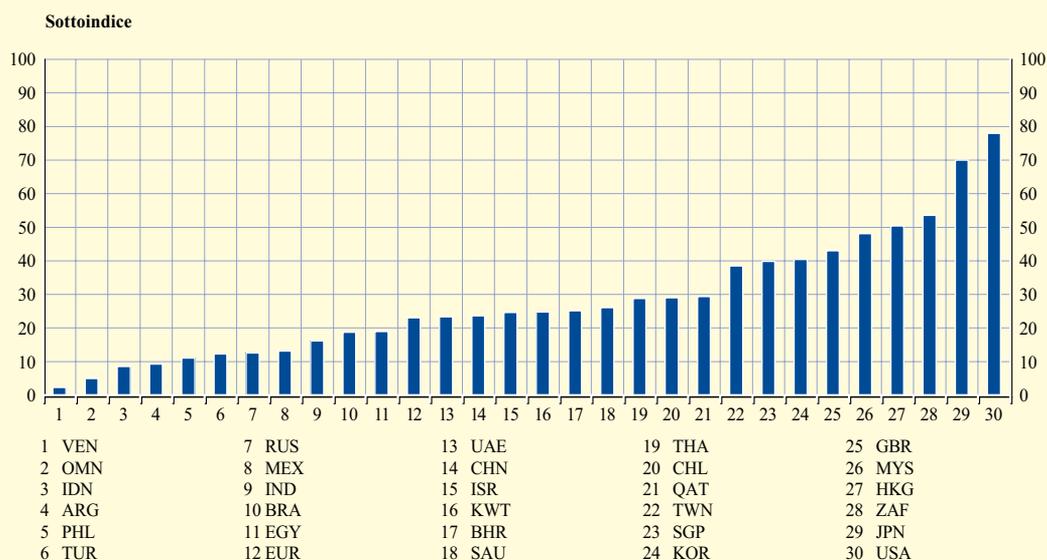
(2006)



Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit.

Figura 6 Dimensioni del mercato finanziario

(2006)



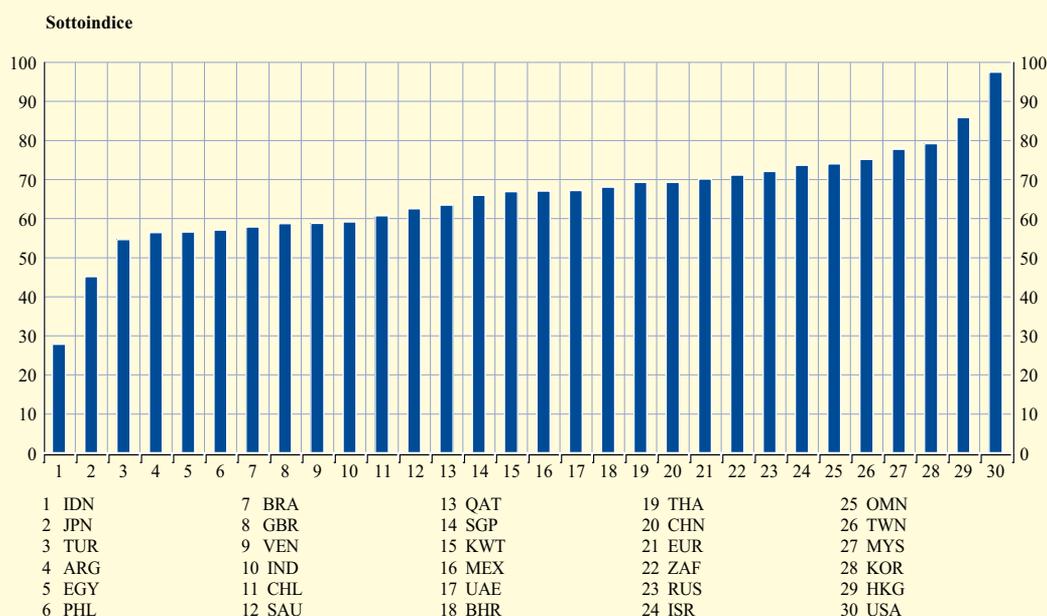
Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit.

e Corea del Sud, mentre Venezuela, Egitto e Filippine si trovano in fondo alla graduatoria (cfr. figura 5).

La sottodimensione relativa agli “indicatori dimensionali tradizionali” considera le dimensioni del mercato azionario e del mercato

Figura 7 Distribuzione della base di attività interne

(2006)



Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara (2009), op. cit.

delle obbligazioni private⁷⁾, nonché le attività delle banche e delle istituzioni finanziarie non bancarie, in rapporto al PIL. Tali indicatori si definiscono “tradizionali” poiché sono i più comunemente citati nella letteratura sullo sviluppo finanziario interno. I valori più elevati di questi indicatori sono riscontrabili per Sudafrica, Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan PoC, Malaysia e Corea del Sud. Dopo il Qatar, il Cile e la Thailandia, che registrano punteggi intermedi, le economie restanti sono caratterizzate da punteggi progressivamente inferiori, fino al modesto valore di 2 attribuito al Venezuela (cfr. figura 6).

Infine, la distribuzione della base di attività interne è caratterizzata da tre variabili: 1) le attività della banca centrale nei confronti del settore privato sul totale delle attività nei confronti del settore privato; 2) l’ammontare dei finanziamenti destinati al settore pubblico sul totale delle attività bancarie; e 3) il rapporto fra debito interno dei soggetti privati e debito interno delle amministrazioni pubbliche. Si tratta

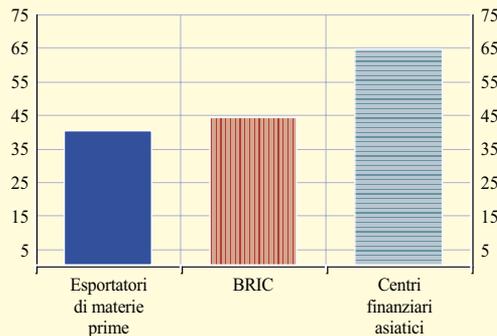
di una sottodimensione particolarmente importante, poiché permette di cogliere eventuali effetti di spiazzamento (*crowding-out*) imputabili al settore pubblico. La figura 7 mostra al primo posto Hong Kong SAR (con un punteggio di 86), seguito da Corea del Sud (79), mentre agli ultimi posti della classifica figurano Indonesia (28) e Turchia (55).

Le figure 8 e 9 forniscono un quadro complementare, incentrato non sui singoli paesi, bensì sulla distribuzione geografica dei punteggi dell’indice SFI composito fra i vari raggruppamenti e regioni dei mercati emergenti. Se si considerano ad esempio i cosiddetti BRIC (Brasile, Russia, India e Cina) nel loro insieme, la loro preminenza economica mondiale in termini di contributo alla crescita del PIL non trova ancora corrispondenza in un adeguato

7) Sebbene non si voglia negare l’importanza del debito pubblico nelle prime fasi di sviluppo finanziario interno, tale variabile non viene qui considerata poiché una sua crescita eccessiva non sarebbe auspicabile per l’economia.

Figura 8 Indice composito dello SFI: scomposizione per raggruppamenti di paesi

(dati ponderati in base al PIL)

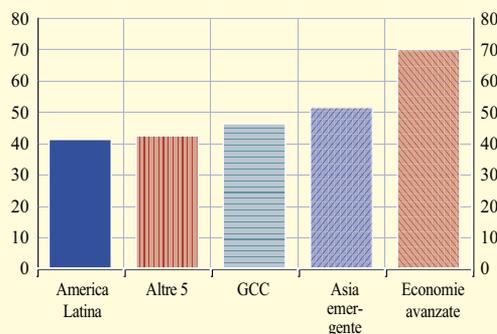


Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit. Note: i principali esportatori di materie prime sono Cile, Venezuela, Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Russia. I BRIC sono Brasile, Russia, India e Cina. I centri finanziari asiatici sono Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan PoC.

grado di sviluppo finanziario⁸⁾ (cfr. figura 8). Del pari, la realizzazione di ulteriori progressi per lo sviluppo finanziario interno nei paesi membri del Consiglio di cooperazione del Golfo favorirebbe l'assorbimento interno del risparmio netto della regione, limitando così

Figura 9 Indice composito dello SFI: scomposizione geografica

(dati ponderati in base al PIL)

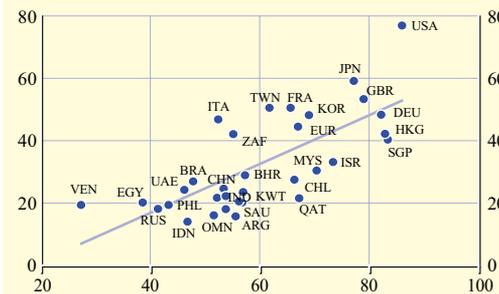


Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit. Note: le economie dell'America latina sono Argentina, Brasile, Cile, Messico e Venezuela. Le economie del Consiglio di cooperazione del Golfo (CCG) sono Arabia Saudita, Bahrain, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar. Le economie dell'Asia emergente sono Cina, Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan PoC e Thailandia. Le "altre 5" economie sono Egitto, Israele, Russia, Turchia e Sudafrica. Le economie avanzate comprendono tutti i paesi del G7 eccettuato il Canada.

Figura 10 Relazione fra le dimensioni del mercato finanziario e la qualità delle istituzioni

(2006)

asse delle ascisse: sottoindice istituzioni e norme a sostegno dello SFI
 asse delle ordinate: sottoindice dimensioni del mercato finanziario e accesso al finanziamento



Fonte: E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit.

l'esigenza di reinvestire i proventi delle esportazioni petrolifere in attività finanziarie delle economie avanzate, contribuendo in tal modo alla riduzione degli squilibri esterni internazionali (cfr. figura 9). Considerazioni analoghe valgono per il più ampio gruppo degli esportatori di materie prime (cfr. figura 8).

Infine, la figura 10 illustra la relazione positiva che intercorre fra le dimensioni "istituzionali/quadro normativo" e "dimensioni/accesso" dell'indice. È interessante notare come questa figura indichi altresì che nel 2006 il sistema

8) Un risultato inatteso che merita ulteriore approfondimento attiene alla Cina, che si situa soltanto al 21° e al 16° posto per quanto riguarda rispettivamente l'aspetto istituzionale e gli indicatori delle dimensioni e dell'accesso ai mercati, ma al 3° posto per il sottoindice relativo alla performance (che rappresenta in effetti la componente più controversa dell'indice qui presentato). Questi piazzamenti riflettono un livello molto basso del rapporto costi/redditi (*cost-to-income ratio*) del sistema bancario, dovuto non soltanto ai bassi costi del lavoro, ma anche - ed è questo un aspetto più importante - alla fissazione, da parte della banca centrale, di tassi di interesse di riferimento attivi e passivi, che garantiscono artificialmente un ampio margine di interessi al sistema bancario. Inoltre, le statistiche sulla distribuzione della base di attività fra il settore privato e quello pubblico tendono a sottostimare la quota delle banche del paese gestite dallo Stato. Di conseguenza, i punteggi relativi alla componente della performance andrebbero interpretati con cautela, e in effetti risultano inferiori allorché la definizione di performance viene aggiustata in base a tali fattori.

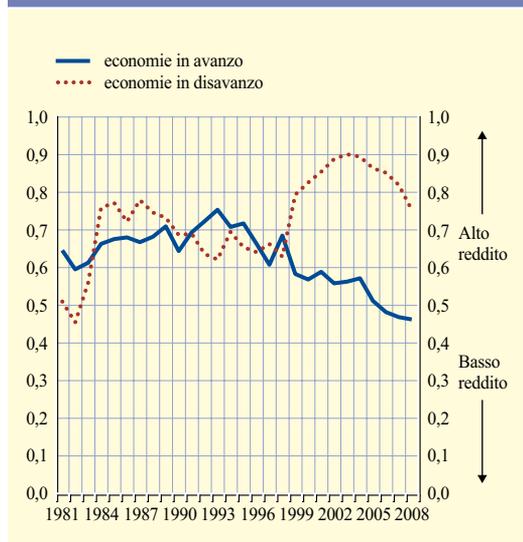
finanziario degli Stati Uniti aveva dimensioni tendenzialmente eccessive rispetto all'indice istituzionale. Al contrario, i sistemi finanziari di paesi come Cile, Israele e Singapore presentavano istituzioni relativamente solide, ma punteggi comparativamente bassi in termini di dimensioni e performance. La questione del perché alcune economie emergenti non siano ancora riuscite a tradurre i buoni risultati conseguiti in termini di assetti istituzionali e regolamentari in un sistema finanziario fatto di mercati e intermediari di dimensioni adeguate e performance elevata merita sicuramente di essere ulteriormente approfondita.

3 SOTTOSVILUPPO FINANZIARIO NELLE ECONOMIE EMERGENTI, FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALI E SQUILIBRI MONDIALI

3.1 RASSEGNA DELLA LETTERATURA

Negli ultimi anni il gruppo di paesi che registravano un avanzo del conto corrente, ossia deflussi netti di capitali, si è caratterizzato per un reddito pro capite sempre più basso, nonostante la presenza, all'interno del gruppo, di alcuni paesi ricchi come Giappone e Germania (cfr. figura 11). In questa sezione si esamina se il sottosviluppo finanziario possa essere stato uno dei fattori all'origine di tale fenomeno, che, in base ai modelli economici convenzionali, appare inspiegabile. In effetti, l'integrazione finanziaria fra due gruppi di economie con un livello di sviluppo economico diverso - qui contrassegnate come "paesi ad alto reddito pro capite" (PAR) e "paesi a basso reddito pro capite" (PBR) - dovrebbe teoricamente dare luogo a flussi netti di capitali dai PAR ai PBR, dove il tasso di rendimento del capitale e la crescita potenziale sono più elevati. Tale situazione teorica può essere definita "effetto di primo ordine". Tuttavia, l'esperienza recente ha contraddetto tale assunto, dal momento che i capitali sono fluiti su base netta dalle economie emergenti (prese naturalmente nel loro insieme, viste le varie eccezioni al riguardo, come quella dei paesi dell'Europa centrale e orientale) alle economie avanzate. Nondimeno, è importante ri-

Figura 11 Media ponderata del reddito nei due gruppi di economie in situazione di disavanzo e di avanzo del conto corrente



Fonte: *World Economic Outlook* dell'FMI.
 Note: il campione comprende 83 paesi. L'asse delle ordinate misura la media ponderata dei redditi pro capite nei due gruppi di paesi in situazione, rispettivamente, di avanzo e di disavanzo del conto corrente. A tal fine, il campione è suddiviso in due gruppi per ciascun anno del periodo 1981-2008. Per entrambi i gruppi, la quota di ciascun paese sul totale del saldo del conto corrente è calcolata e successivamente moltiplicata per il rispettivo reddito pro capite del paese, a sua volta misurato come quota, compresa fra zero e uno, del reddito pro capite del paese più ricco nel campione in ciascun anno. I dati sono corretti in base ai rispettivi poteri d'acquisto.

levare che in termini netti i capitali privati hanno continuato a dirigersi verso i PBR, come prevedibile in base ai modelli convenzionali, ma tali flussi sono stati più che compensati da quelli di capitali pubblici diretti dalle economie emergenti a quelle avanzate⁹⁾.

Alcuni studi recenti hanno sostenuto¹⁰⁾ che, più dell'effetto di primo ordine, avrebbe avuto maggiore rilevanza un "effetto di secondo ordine" che trae origine nei PBR finanziariamente sottosviluppati. L'esistenza di mercati finanziari sottosviluppati tende infatti ad alimentare il risparmio privato e a frenare la domanda interna, dal

9) Questa precisazione viene discussa ulteriormente in seguito. L'espressione "capitali privati" si riferisce qui al conto finanziario della bilancia dei pagamenti al netto dei "capitali pubblici", definiti a loro volta come variazioni delle attività di riserva più eventuali altri flussi di capitali riconducibili al settore pubblico (ad esempio, a fondi sovrani).

10) Per una rassegna, cfr. L. Bini Smaghi (2007), "Global capital and national monetary policies", discorso tenuto all'European Economics and Financial Centre, Londra, gennaio.

momento che i consumatori e le imprese sono soggetti a vincoli di indebitamento¹¹⁾ che impediscono loro di stabilizzare i consumi nel tempo e di finanziare le opportunità di investimento profittevoli. Di conseguenza, le economie con mercati finanziari sottosviluppati presentano, a parità di altre condizioni, una propensione a dirigere il risparmio in eccesso verso l'estero.

È risaputo che nelle economie emergenti lo sviluppo commerciale ha preceduto quello del sistema finanziario interno. Poiché non è possibile creare un sistema finanziario sviluppato dall'oggi al domani, non sorprende che varie economie emergenti abbiano sfruttato i loro bassi costi del lavoro e altri vantaggi comparati per integrarsi nell'economia mondiale, mentre nell'offerta di servizi e strumenti finanziari le loro capacità e i vantaggi comparati siano rimasti relativamente contenuti. In aggiunta, grazie alla globalizzazione i prestatori netti dei PBR acquisiscono facile accesso alle attività internazionali dei PAR, mentre nei PAR solo gli investitori e i prestatori specializzati ottengono un accesso altrettanto agevole ai prenditori netti privati dei PBR, dal momento che le passività di questi ultimi hanno natura più locale, e creano quindi problemi di asimmetria informativa. Di conseguenza, e nonostante la crisi finanziaria in atto, è probabile che i PAR conservino un vantaggio comparato nell'offerta di servizi finanziari ancora per vario tempo. Ciò contribuisce a spiegare la configurazione dei conti correnti in base alla quale i PBR tendono a essere in avanzo e i PAR in disavanzo.

A riprova di tale interpretazione, vari autori¹²⁾ sostengono che a livello mondiale vi sia una carenza di offerta di attività finanziarie, alla quale le economie emergenti in rapida crescita avrebbero contribuito cercando di utilizzare come riserva di valore attività finanziarie che non producono. Nonostante il forte aumento del reddito disponibile, infatti, queste economie non sono state in grado di vendere anticipatamente diritti sul loro prodotto - ossia di creare attività finanziarie - a causa del proprio sottosviluppo finanziario. In tale contesto, il fatto che le economie avanzate come quelle anglosassoni abbiano offerto atti-

vità finanziarie ai mercati emergenti incapaci di produrle contribuirebbe in parte a spiegare gli squilibri esterni registrati da tali economie sotto forma di disavanzi del conto corrente¹³⁾.

Altri autori¹⁴⁾ si sono chiesti come mai la maggior parte delle economie emergenti abbia registrato in passato disavanzi di parte corrente pur caratterizzandosi per sistemi finanziari ancor meno sviluppati. Il passaggio da una situazione di disavanzo a una di avanzo può essere compreso unicamente in relazione ai vari shock che hanno colpito la crescita del prodotto e il risparmio totale delle economie emergenti negli ultimi dodici anni: 1) la crisi asiatica alla fine degli anni novanta, che ha provocato uno shock negativo di domanda a seguito della promozione di una crescita trainata dalle esportazioni, accompagnata in alcuni casi dal massiccio accumulo di riserve valutarie e da una rigida gestione del tasso di cambio, e 2) i due shock positivi di offerta negli anni duemila - uno shock di produttività e l'aumento dei prezzi delle materie prime - ai quali la do-

- 11) Il termine "vincoli di indebitamento" va interpretato come un'espressione sintetica per indicare una serie ampia e complessa di caratteristiche del mercato misurate dall'indice SFI presentato nella seconda sezione dell'articolo. Ad esempio, una bassa liquidità del mercato finanziario nazionale tende a risultare in un'elevata volatilità dei prezzi delle attività interne, creando così incentivi a investire all'estero piuttosto che sull'interno. Inoltre, le asimmetrie informative (dovute ad esempio all'insufficiente conoscenza dei mutuatari da parte dei prestatori) riducono le opportunità di investimento finanziabili in modo redditizio, veicolando così una parte addizionale di risparmi verso l'estero. Infine, anche la presenza di limiti al credito al consumo può contribuire a contenere la domanda interna limitando la spesa per consumi.
- 12) Cfr., ad esempio, R. J. Caballero (2006), "On the macroeconomics of asset shortages", *NBER Working Paper* n. 12753; R. J. Caballero, E. Farhi e P.-O. Gourinchas (2007), "An equilibrium model of 'global imbalances' and low interest rates", *American Economic Review*; e R. J. Caballero, E. Farhi e P.-O. Gourinchas (2008), "Financial crash, commodity prices and global imbalances", *paper* presentato alla conferenza della BCE sul tema "Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices", Francoforte sul Meno, 2 dicembre.
- 13) Diversamente dalla questa interpretazione, incentrata sulla capacità di un paese di fornire attività, altri autori hanno posto l'enfasi sul legame fra sottosviluppo finanziario e risparmio, e quindi domanda di attività finanziarie. Cfr. E. G. Mendoza, V. Quadrini e J.-V. Rios-Rull (2007), "Financial integration, financial deepness and global imbalances", *NBER Working Paper* n. 12909.
- 14) Cfr. ad esempio R. S. Kroszner (2007), "International capital flows and emerging market economies", discorso tenuto a Buenos Aires il 15 maggio.

manda interna di varie economie emergenti non ha reagito in misura proporzionale per effetto di fattori strutturali come le tendenze demografiche e l'assenza di adeguati sistemi previdenziali¹⁵⁾. L'aumento del risparmio a fini precauzionali provocato da questi shock al reddito delle economie emergenti è stato generalmente diretto verso l'estero a causa del loro sottosviluppo finanziario, dando luogo ad avanzi correnti.

Il diverso grado di sviluppo finanziario può contribuire a spiegare anche la composizione degli investimenti di portafoglio, ossia il motivo per cui, come già accennato, i capitali privati tendono a fluire verso i PBR, secondo quanto ci si attenderebbe, mentre sono principalmente i capitali pubblici a essere diretti verso i PAR mediante l'accumulazione di attività estere da parte delle banche centrali e dai fondi di investimento sovrani. A prescindere dalla sua origine, l'eccedenza di risparmio dei mercati emergenti tende ad essere diretta all'estero dal settore pubblico per tre motivi principali, in parte collegati al sottosviluppo finanziario: 1) l'inefficienza del settore privato di gran parte delle economie emergenti nel convogliare all'estero il risparmio; 2) la presenza, in alcuni paesi, di controlli asimmetrici sui capitali che scoraggiano i deflussi di investimenti di portafoglio; 3) il tentativo di creare "scorte-cuscinetto" nazionali contro le crisi finanziarie future attraverso l'accumulazione di riserve valutarie nell'ambito di regimi di cambio fissi o molto rigidi¹⁶⁾.

Per ultimo, per quanto concerne le specificità regionali, alcuni autori¹⁷⁾ hanno analizzato in particolare il caso delle economie emergenti dell'Europa centrale e orientale, le quali rappresentano un'eccezione che conferma l'interpretazione scolastica più convenzionale. Altri¹⁸⁾ hanno osservato che le regioni emergenti a basso rendimento come l'America latina hanno col tempo ricevuto più capitali che quelle ad alto rendimento, quali le "tigri asiatiche"; tale osservazione indurrebbe a circostanziare ulteriormente il paradosso del perché i capitali non siano diretti verso i paesi poveri, chiedendosi perché i capitali non siano diretti ai paesi poveri ad alto rendimento.

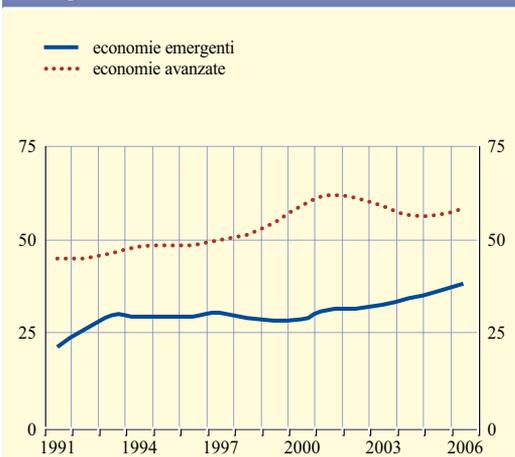
In linea con le ricerche sopra delineate, anche l'analisi econometrica¹⁹⁾ conferma l'interpretazione secondo cui il sottosviluppo finanziario delle economie emergenti sia stato uno dei fattori strutturali alla base dell'accumulo di squilibri internazionali e in particolare del fenomeno degli afflussi netti di capitali dai PBR ai PAR.

3.2 PROSPETTIVE: LE POTENZIALI IMPLICAZIONI INTERNAZIONALI DELLA CONVERGENZA FINANZIARIA DELLE ECONOMIE EMERGENTI

Se da un lato, come detto nella sezione 2, i divari di sviluppo finanziario delle economie emergenti sono ancora considerevoli, dall'altro vi sono indicazioni del fatto che in alcuni paesi il processo di convergenza potrebbe essere già avviato. In particolare, le figure 12 e 13 – che, a causa limitazioni nelle serie temporali, si riferiscono a una versione più ristretta dell'indice delle dimensioni del mercato finanziario descritto nella tavola 1²⁰⁾ – evidenziano risultati interessanti:

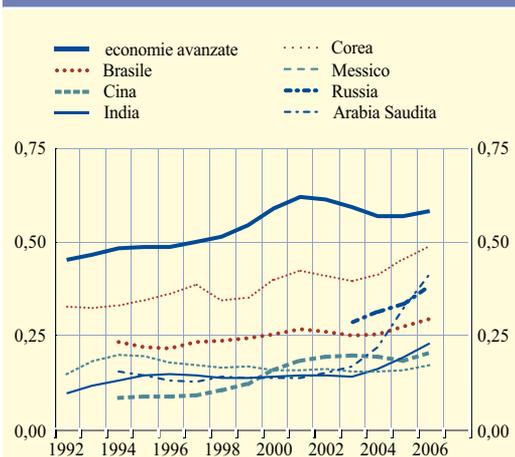
- 15) Per maggiori dettagli, cfr. T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub (2008), "A framework for assessing global imbalances", *Occasional Paper* della BCE n. 78.
- 16) Cfr. ad esempio Eurosystem (2006), "The accumulation of foreign reserves", *Occasional Paper* della BCE n. 43, predisposto da una *task force* del Comitato per le relazioni internazionali.
- 17) Cfr. ad esempio P. R. Lane e G. M. Milesi-Ferretti (2006), "Capital flows to central and emerging Europe", *Discussion Paper* n. 161 dell'Institute for International Integration Studies (IIIS); A. Abiad, D. Leigh e A. Mody (2008), *International finance, capital mobility and income convergence: Is Europe different?*, paper presentato all'incontro Economic Policy Forty-Eighth Panel Meeting ospitato dalla Banque de France, Parigi, 24-25 ottobre.
- 18) L. E. Ohanian e M. L. J. Wright (2007), *Where did capital flow? Fifty years of international rate of return differentials and capital flows*, paper presentato alla conferenza della BCE sul tema Global Financial Linkages, Transmission of Shocks and Asset Prices, Francoforte sul Meno, 2 dicembre 2008.
- 19) Cfr. M. D. Chinn e H. Ito (2005), "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *NBER Working Paper* n.11370; M. D. Chinn e H. Ito (2008), "East Asia and global imbalances: Savings, investment and financial development", *NBER Working Paper* n. 13364; e Dorrucci et al. (2009), op. cit.
- 20) A causa della limitatezza dei dati, l'indice ristretto considera unicamente: 1) il rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL, calcolato come media mobile di tre anni per smussare le variazioni improvvise; e 2) il grado di penetrazione delle assicurazioni diverse da quelle vita.

Figura 12 Indice delle dimensioni del mercato finanziario nelle economie emergenti e avanzate



Fonte: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit.
Nota: l'indice delle dimensioni del mercato finanziario riportato nelle figure 12 e 13 è più ristretto rispetto a quello descritto nella Tavola 1 (cfr. la nota 20 a pie' di pagina per maggiori dettagli). Le economie di mercato emergenti rappresentate nella figura 12 sono Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Singapore, Sudafrica, Taiwan PoC, Thailandia, Turchia e Venezuela. Le economie avanzate comprendono tutte le economie del G7 eccettuato il Canada.

Figura 13 Indice delle dimensioni del mercato finanziario: economie emergenti e avanzate a confronto



Fonte: E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara (2009), op. cit.
Nota: l'indice delle dimensioni del mercato finanziario riportato nelle figure 12 e 13 è più ristretto rispetto a quello descritto nella Tavola 1 (cfr. la nota 20 a pie' di pagina per maggiori dettagli). Le economie avanzate comprendono tutte le economie del G7 eccettuato il Canada.

- la figura 12 mostra che, in termini di dimensioni del mercato finanziario, le economie di mercato emergenti (EME) considerate nel loro insieme hanno registrato un (limitato) aumento del grado di convergenza finanziaria con le economie avanzate fra il 2002, ossia dopo lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici, e il 2006;
- la figura 13, incentrata su alcuni mercati finanziari emergenti, mostra che: 1) gran parte di questi mercati è cresciuta dimensionalmente fra il 1992 e il 2006; 2) la Corea del Sud, l'Arabia Saudita e l'India hanno evidenziato una chiara convergenza, negli ultimi anni, con le economie avanzate, come presentato nella sezione 2.

Come confermano queste due figure, il processo di convergenza finanziaria, almeno in alcune economie emergenti, sembra aver risentito significativamente degli episodi di crisi finanziaria che hanno colpito le economie avanzate o emergenti.

In prospettiva, la crisi in atto ha evidenziato che il settore finanziario di diverse economie, segna-

tamente quelle avanzate e in particolare gli Stati Uniti, sta riducendo il grado di leva e dovrà in definitiva ridimensionarsi, un fenomeno che si è effettivamente già avviato. Nel contempo, una volta venuti meno gli effetti negativi di contagio della crisi finanziaria sulle economie emergenti, è certamente plausibile che gli investitori torneranno a considerare con rinnovato interesse i loro sistemi finanziari – altro fenomeno già osservabile negli ultimi mesi. Di conseguenza, il divario fra le economie avanzate e quelle emergenti in termini di sviluppo finanziario interno potrebbe ulteriormente ridursi negli anni a venire.

Più in generale, qualora la globalizzazione finanziaria dovesse assumere un carattere più simmetrico, potrebbe perdere validità l'assunto in base al quale le economie finanziariamente sviluppate, grazie all'apertura dei conti di capitale e allo sviluppo dei mercati finanziari, sarebbero sempre in grado di stabilizzare i consumi, trasferire parte dei rischi all'estero e finanziare ampi disavanzi di parte corrente a prescindere dalle circostanze o dall'orizzonte temporale di riferimento.



4 SVILUPPO FINANZIARIO INTERNO E STABILITÀ FINANZIARIA

4.1 ALCUNI INSEGNAMENTI GENERALI TRATTI DALLA CRISI FINANZIARIA

Due rapporti recentemente pubblicati dal Comitato per il sistema finanziario globale (CSFG) e dal G20²¹⁾ hanno discusso, fra le altre cose, del nesso fra lo sviluppo finanziario interno delle economie emergenti e la stabilità finanziaria alla luce della crisi in corso. Entrambi i documenti rilevano che i limitati progressi nell'ambito dell'innovazione finanziaria hanno avuto, come positiva conseguenza indiretta, l'effetto di limitare considerevolmente l'esposizione delle economie emergenti al mercato dei mutui ipotecari subprime. I mercati finanziari emergenti sono stati pertanto in grado di conservare la fiducia degli investitori internazionali durante le prime fasi della crisi, e fino all'estate del 2008 hanno risentito solo limitatamente degli effetti di contagio delle turbolenze finanziarie che si stavano verificando nelle economie avanzate. Tuttavia, allorché la crisi si è intensificata a metà settembre del 2008, fattori quali la riduzione internazionale della leva finanziaria, l'improvvisa prosciugarsi della liquidità dei mercati e la ricomposizione dei portafogli a favore di attività più sicure hanno prodotto un forte impatto sui mercati finanziari emergenti, i quali si sono dimostrati nondimeno complessivamente più resilienti rispetto a passati episodi di crisi (anche se in tale occasione non sono stati necessariamente quelli finanziariamente più sviluppati a dare prova di maggiore capacità di tenuta).

Benché la migliorata liquidità dei mercati finanziari delle economie emergenti abbia rafforzato in certa misura la loro resilienza, l'esperienza della crisi mostra che sussiste un considerevole margine di manovra per realizzare ulteriori progressi. Ad esempio, in molti paesi i mercati delle obbligazioni in valuta locale e dei derivati su tassi di interesse si trovano ancora ai primi stadi di sviluppo, per cui gli shock che impattano sugli afflussi di capitali possono comportare variazioni più marcate dei prezzi delle attività finanziarie rispetto a mercati più spessi. Inoltre, molti comparti

risultano vulnerabili a causa della ristretta base di investitori. Al fine di rimediare a questo problema sono necessarie ulteriori riforme, ad esempio per quanto riguarda la regolamentazione, i fondi pensione e gli altri investitori istituzionali, le infrastrutture dei mercati dei capitali e la configurazione data al mercato primario e secondario dei titoli da parte delle banche centrali e delle autorità fiscali. Infine, la capacità di tenuta del mercato può essere potenziata anche grazie allo sviluppo di adeguati mercati di copertura²²⁾

Altro importante aspetto da rilevare è che in molti mercati emergenti il processo di sviluppo finanziario interno si è accompagnato a una significativa presenza bancaria estera, il che solleva una serie di importanti interrogativi potenzialmente rilevanti nel contesto dell'attuale crisi. A questo argomento è dedicata la parte restante di questa sezione, che analizza il caso dell'Europa orientale e sudorientale durante la crisi finanziaria.

4.2 RAPIDO SVILUPPO FINANZIARIO TRAINATO DAL SETTORE BANCARIO: IL CASO DELL'EUROPA ORIENTALE E SUDORIENTALE

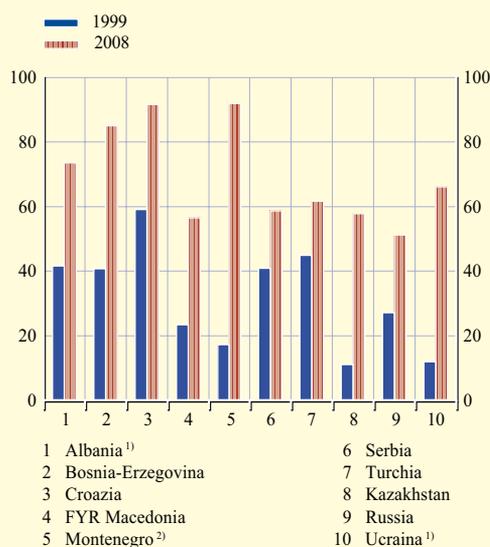
Varie economie dell'Europa orientale e sudorientale hanno conosciuto negli anni recenti un rapido sviluppo finanziario trainato dal settore bancario. Sebbene in queste economie l'intermediazione finanziaria, misurata in base al totale delle attività del sistema bancario in rapporto al PIL, sia ancora in ritardo rispetto alla media, pari a oltre il 300 per cento, dell'area dell'euro, essa ha seguito una significativa tendenza al rialzo nell'ultimo decennio (cfr. figura 14). La tendenza generale cela tuttavia importanti differenze tra i vari paesi interessati, per quanto riguarda sia i livelli raggiunti, sia il tasso di

21) Cfr. Comitato per il sistema finanziario globale (2009), *Capital flows and emerging market economies*, rapporto sottoposto da un gruppo di lavoro istituito dal CSFG, *CGFS Papers* n. 33 (gennaio); e G20 (2008), *Study Group on Global Credit Market Disruptions*, paper preparato dall'Australia.

22) Per una trattazione più ampia del nesso fra lo sviluppo finanziario e la stabilità finanziaria nelle economie emergenti, cfr. A. de la Torre, J. C. Gozzi e S. L. Schmukler (2007), "Financial Development: Maturing and Emerging Policy Issues", *The World Bank Research Observer*, vol. 22, n. 1.

Figura 14 Rapporto fra le attività del settore bancario e il PIL

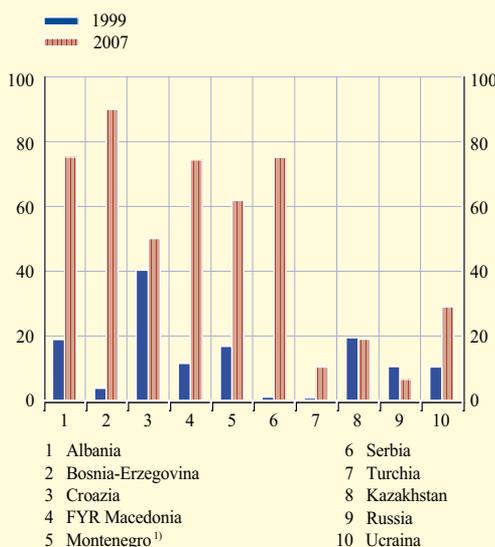
(in percentuale)



Fonti: FMI, Haver Analytics.
1) Ultima rilevazione: 2007.
2) Prima rilevazione: 2003.

Figura 15 Rapporto fra le attività delle banche estere e le attività totali

(in percentuale)



Fonti: Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, Haver Analytics per la Turchia.
1) Prima rilevazione: 2003.

incremento segnato nel periodo. In Turchia, ad esempio, la crescita delle dimensioni del settore bancario in rapporto al PIL è stata fra le più basse della regione.

Il rapido sviluppo finanziario interno trainato dal settore bancario è stato facilitato dall'ingresso di banche estere. La privatizzazione degli istituti pubblici è spesso avvenuta con il coinvolgimento di acquirenti stranieri, i quali - visto il potenziale di crescita del segmento nelle economie in esame - hanno considerato tali mercati come un investimento strategico, espandendo molto rapidamente le loro operazioni. Di conseguenza, in gran parte dei paesi il grado di penetrazione estera è sostanzialmente aumentato, sebbene, anche in questo caso, si osservino disparità da un paese all'altro²³⁾. Nelle economie occidentali dei Balcani, i sistemi bancari sono dominati dagli istituti esteri, proprietari di una quota prossima o superiore all'80 per cento delle attività (cfr. figura 15). Tuttavia, la quota di attività bancarie di proprietà estera osservabile in altre economie della regione è significativamente inferiore, specie in Russia e Turchia (meno

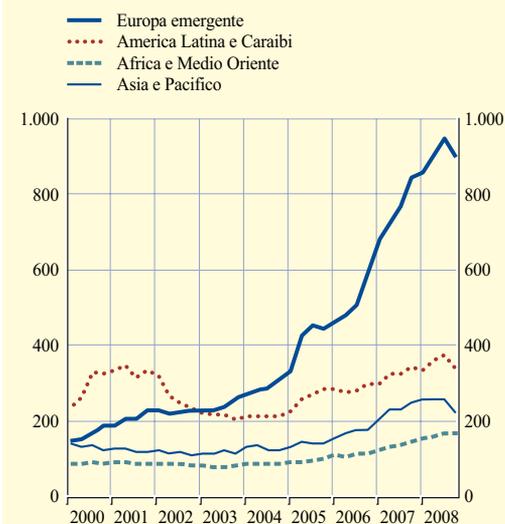
del 20 per cento). Le case madri delle banche di proprietà estera hanno di norma sede legale nell'area dell'euro. Il loro interesse strategico per l'Europa emergente è altresì evidenziato dai forti incrementi segnati negli ultimi dieci anni dagli impieghi bancari dell'area dell'euro nei confronti della regione, che hanno ampiamente superato le esposizioni verso altre aree emergenti (cfr. figura 16).

Lo sviluppo finanziario, innescato dalla presenza delle banche estere, ha sostenuto lo sviluppo economico e la convergenza dell'economia reale nella regione. Poiché i finanziamenti erogati dalle case madri sono generalmente più stabili di molte altre forme di afflussi di capitali, e in particolare degli investimenti di portafoglio, questo modello di sviluppo offre numerosi vantaggi. Inoltre, le banche estere hanno agevolato la transizione economica dei paesi considerati non soltanto fornendo capitali ai sistemi finanziari, ma anche attraverso il trasferimento di reputazione,

23) Cfr. Banca mondiale (2009), *Global Development Finance 2009: Charting a Global Recovery*.

Figura 16 Attività estere consolidate delle banche con sede legale nell'area dell'euro nei confronti di alcune regioni emergenti

(in miliardi di EUR)



Fonte: BRI.

Nota: in base alla definizione utilizzata nelle statistiche BRI, l'Europa emergente comprende Albania, Bielorussia, Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, l'ex Repubblica Iugoslava (FYR) di Macedonia, Lettonia, Lituania, Moldova, Montenegro, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Turchia e Ungheria.

know-how, competenze manageriali e tecnologie informatiche. Tali banche possono inoltre svolgere un ruolo stabilizzatore in caso di shock interni. In generale, un maggiore sviluppo e una maggiore integrazione dei mercati finanziari consentono di accedere alla raccolta internazionale a condizioni maggiormente favorevoli, e quindi di accrescere gli investimenti interni rispetto al risparmio attraverso il canale del finanziamento bancario. Di fatto, le ricerche economiche sintetizzate nella sezione 3.1 suggeriscono che questo fattore è stato cruciale nel far sì che, diversamente da quanto osservato in altre economie emergenti, i flussi di capitali si dirigessero dalle economie avanzate, più ricche di capitali, alle economie dell'Europa emergente²⁴.

Allo stesso tempo, il rapido processo di sviluppo finanziario trainato dal sistema bancario si è accompagnato ad alcune vulnerabilità finanziarie e macroeconomiche. Le prime si sono manifestate sotto forma di una rapida crescita del credito²⁵ (cfr. figura 17), alimentata anche

dall'intensa concorrenza tra i vari istituti per la conquista di quote di mercato²⁶. Ciò ha comportato un aumento dei rischi di credito, nonché un'ampia espansione del debito del settore privato. Di fatto, la rapida espansione è in linea con il processo di convergenza finanziaria e al riguardo vi è ancora un sostanziale divario di sviluppo da colmare, dal momento che il rapporto credito/PIL nella regione è ancora notevolmente inferiore ai livelli dell'area dell'euro. Nondimeno, l'elevato tasso di aumento degli impieghi e l'espansione verso una clientela per la quale non si disponeva di informazioni sui precedenti creditizi hanno reso particolarmente ardua la valutazione del merito di credito. Le conseguenti vulnerabilità sono in parte acute dalla prassi vigente in certi paesi di erogare prestiti in valuta estera a prenditori privi di copertura²⁷.

Sul fronte macroeconomico, la più agevole disponibilità di credito e l'incremento della domanda hanno indotto un aumento dei consumi e sostenuto gli investimenti fissi. Di conseguenza, è oggi la domanda interna a fornire il principale contributo alla crescita del prodotto. Specularmente, si sono ampliati i disavanzi di parte corrente (cfr. figura 18). Ciò ha esposto i paesi interessati a vulnerabilità finanziarie esterne, a riprova della rilevanza del nesso fra squilibri macroeconomici e stabilità finanziaria. Nelle economie ricche di risorse naturali come

24) Cfr. S. Herrmann e A. Winkler (2008), "Real convergence, financial markets, and the current account: Emerging Europe versus emerging Asia", *Occasional Paper* della BCE n. 88.

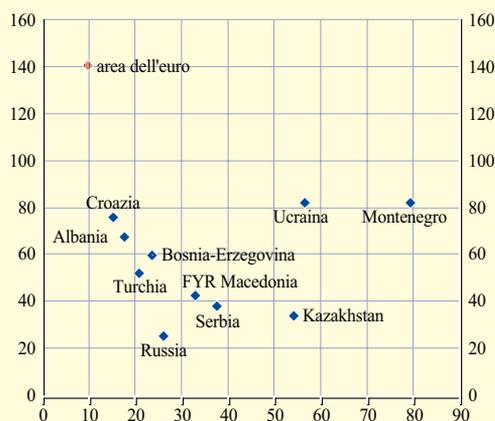
25) Nella regione l'espansione del credito ha superato quella di altri mercati emergenti. Nel 2004-08 il credito al settore privato è aumentato in media del 44 per cento in ragione annua nei paesi qui analizzati (in base a una media semplice dei tassi di crescita nei vari paesi), mentre i corrispondenti tassi di incremento in America latina e nell'Asia emergente sono stati rispettivamente del 31 e del 12 per cento appena.

26) Cfr. BCE (2008), *Financial stability challenges in candidate countries: Managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, documento redatto da un gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali, *Occasional Paper* della BCE n. 95.

27) Dal lato delle famiglie e delle imprese, l'accensione di prestiti in valuta estera era motivata dagli ampi differenziali di tasso di interesse e dal fatto che, a causa del processo di convergenza dell'economia reale, le monete dei rispettivi paesi sembravano più soggette a pressioni verso un apprezzamento. Ma essa concordava spesso anche con gli incentivi delle banche di proprietà estera, la cui principale fonte di finanziamento consisteva nel capitale delle banche capogruppo.

Figura 17 Espansione media del credito e rapporto fra credito e PIL

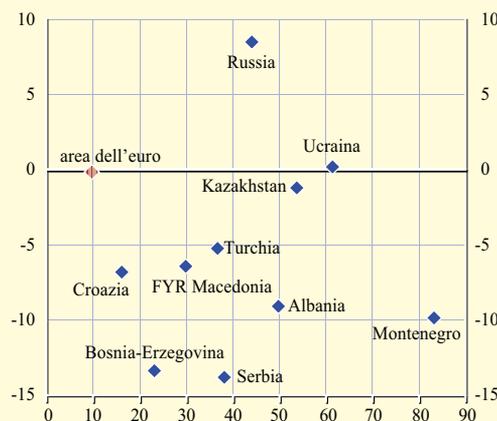
(in percentuale)

asse delle ascisse: crescita media del credito (2004-2008)
asse delle ordinate: rapporto credito/PIL (2008)

Fonti: BCE, FMI, Haver Analytics e fonti nazionali.

Figura 18 Espansione del credito e rapporto fra conto corrente e PIL (2004-08)

(variazioni percentuali annue; percentuali)

asse delle ascisse: crescita annua del credito
asse delle ordinate: rapporto conto corrente/PIL

Fonti: BCE, FMI, Haver Analytics e fonti nazionali.

la Russia, le vulnerabilità esterne hanno avuto altra origine, collegata alla forte dipendenza dai prezzi delle materie prime. Ma a seguito degli elevati tassi di crescita e del boom della domanda interna, diverse economie dell'Europa orientale e sudorientale hanno cominciato a dare segnali di surriscaldamento, che si sono materializzati in alti tassi di inflazione e/o ampi disavanzi di conto corrente²⁸⁾.

La crisi finanziaria mondiale in atto ha improvvisamente portato alla luce alcune di queste vulnerabilità²⁹⁾. Benché il suo impatto diretto sui mercati finanziari locali sia stato limitato dalla modesta esposizione delle banche nella regione ai prodotti strutturati, la seconda ondata della crisi ha colpito pesantemente queste economie, soprattutto per il tramite di un crollo del commercio estero. Poiché gran parte delle economie qui analizzate sono economie aperte di piccole dimensioni o dipendono in ampia misura dalle esportazioni di materie prime, esse hanno risentito fortemente della flessione della domanda estera. Di fronte al calo dell'attività economica, ci si attende un deterioramento dei portafogli prestati. Inoltre, le banche si sono spesso trovate alle prese con un aumento dei prelievi dovuto

agli effetti di fiducia e, considerato il loro ampio fabbisogno di finanziamento esterno, hanno risentito negativamente di un accesso ridotto o più oneroso al credito internazionale. Per questi motivi, in alcuni casi potrebbe divenire cruciale il sostegno delle case madri. In generale, le banche estere possono trovarsi in una posizione più favorevole rispetto alle banche prettamente nazionali al momento di ricapitalizzare le rispettive sussidiarie o affiliate nella regione. Tuttavia, laddove le case madri estere siano state anch'esse colpite dalla crisi, la presenza di tali sussidiarie e affiliate apre un nuovo potenziale canale di trasmissione della crisi ai paesi emergenti.

Concludendo, i modelli bancari dell'Europa orientale e sudorientale fondati sulla proprietà estera sono oggi messi alla prova. Da un lato,

28) L'impatto della forte espansione creditizia sull'inflazione e sulle posizioni correnti era determinato, fra le altre cose, dal regime di cambio dei paesi interessati. In particolare, i tassi di inflazione più elevati si sono registrati nei paesi con tassi di cambio fissi, dove i guadagni relativi di produttività non hanno potuto tradursi in un apprezzamento nominale della moneta.

29) Cfr. FMI (2009), *Regional Economic Outlook on Europe: Addressing the Crisis*.

la presenza degli istituti esteri ha funto da ancora di stabilità in gran parte dei paesi, anche durante la crisi, contenendo le pressioni sul finanziamento esterno. Molte banche capogruppo hanno ribadito a più riprese il loro impegno nella regione e, nel caso di alcuni paesi beneficiari di programmi dell'FMI, hanno formalizzato tale impegno sottoscrivendo accordi volontari per il mantenimento delle loro esposizioni. Allo stesso tempo, le banche hanno in parte agito da canali di trasmissione degli shock, che potrebbero rivelarsi bidirezionali, ossia agire dalle economie avanzate a quelle emergenti attraverso il canale del credito bancario, e viceversa, ad esempio in caso di deterioramento della redditività delle economie emergenti. Nelle circostanze attuali è prematuro valutare la performance complessiva di questo modello di sviluppo finanziario in situazione di stress. Tuttavia, è ormai ampiamente riconosciuto che la presenza di banche estere, per quanto all'origine di numerosi vantaggi, può divenire una fonte di shock per entrambe le controparti, e dovrà essere meglio considerata in futuro in sede sia di regolamentazione sia di valutazione dei rischi.

5 CONCLUSIONI

Lo sviluppo finanziario interno delle economie emergenti ha un ruolo fondamentale nel perseguimento di una globalizzazione finanziaria maggiormente simmetrica, la quale potrebbe a sua volta rivelarsi importante ai fini della riduzione degli squilibri globali. Sebbene si riscontri in generale che un maggiore sviluppo dei mercati finanziari sia benefico per lo sviluppo economico, un rapido processo di aumento dello spessore finanziario potrebbe, in determinate circostanze, comportare rischi per la stabilità finanziaria. La qualità dello sviluppo finanziario interno e la parallela evoluzione della supervisione e della regolamentazione finanziaria sono pertanto cruciali per scongiurare le crisi finanziarie. In particolare, i modelli di sviluppo finanziario fondati principalmente su un unico elemento del sistema finanziario (ad esempio le banche o i mercati) potrebbero tendenzialmente rivelarsi più vulnerabili in tempi di crisi. Al contrario, uno sviluppo finanziario interno che poggi su strutture finanziarie più bilanciate potrebbe risultare più stabile nel medio-lungo periodo.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro

S24

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

S35

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

S36

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro

S38

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

S40

4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu. Per serie temporali più dettagliate e più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione *Statistics* del sito della BCE (sdw.ecb.europa.eu).

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S55
6.2	Debito	S56
6.3	Variazione del debito	S57
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S58
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S59
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S60
7.2	Conto corrente e conto capitale	S62
7.3	Conto finanziario	S63
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S69
7.5	Commercio di beni	S70
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S72
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S73
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S74
9.2	Stati Uniti e Giappone	S75
	LISTA DELLE FIGURE	S76
	NOTE TECNICHE	S77
	NOTE GENERALI	S83

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2009 PER L'INGRESSO DELLA SLOVACCHIA

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Segni convenzionali nelle tavole

“-”	dati inesistenti / non applicabili
“.”	dati non ancora disponibili
“...”	zero o valore trascurabile
“miliardi”	10 ⁹
(p)	dati provvisori
dest.	dati destagionalizzati
non dest.	dati non destagionalizzati

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno di fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,0	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,2	6,0	-	4,6	26,2	2,01	3,77
2° trim.	8,0	5,5	4,3	-	2,2	27,8	1,31	3,99
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,87	3,64
2009 apr.	8,3	5,9	4,9	4,6	2,3	28,5	1,42	3,79
mag.	7,9	5,0	3,8	4,1	1,8	27,9	1,28	4,18
giu.	9,4	4,9	3,6	3,4	1,5	26,0	1,23	3,99
lug.	12,1	4,7	3,0	3,0	0,7	26,7	0,97	3,74
ago.	13,6	4,6	2,5	.	0,1	.	0,86	3,68
set.	.	.	.	.	.	.	0,77	3,64

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro ⁵⁾

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,5	2,8	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,4	0,7	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 1° trim.	1,0	-2,0	3,6	-4,9	-18,4	72,5	-1,2	8,8
2009 2° trim.	0,2	-5,7	4,0	-4,8	-18,5	69,9	-1,8	9,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 apr.	0,6	-4,8	-	-	-21,3	70,3	-	9,2
mag.	0,0	-5,9	-	-	-17,6	-	-	9,3
giu.	-0,1	-6,5	-	-	-16,6	-	-	9,4
lug.	-0,7	-8,4	-	-	-15,9	69,5	-	9,5
ago.	-0,2	-7,5	-	-	.	.	-	9,6
set.	-0,3	.	-	-	.	.	-	.

3. Bilancia dei pagamenti, riserve ufficiali e tassi di cambio

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,2	107,9	109,0	1,3705
2008	-89,0	-6,0	-242,3	441,5	374,2	113,0	113,6	1,4708
2008 4° trim.	-28,5	-0,6	-77,7	204,2	374,2	109,1	109,6	1,3180
2009 1° trim.	-40,8	-10,3	-38,5	179,4	395,7	111,9	112,2	1,3029
2° trim.	-18,0	11,2	-8,9	94,0	381,5	113,2	113,4	1,3632
3° trim.	.	.	.	.	.	114,3	114,3	1,4303
2009 apr.	-7,4	3,9	-4,5	-9,0	386,3	112,5	112,8	1,3190
mag.	-11,6	2,2	4,8	58,0	392,2	113,0	113,2	1,3650
giu.	1,0	5,1	-9,2	44,9	381,5	114,0	114,3	1,4016
lug.	9,4	12,6	5,3	-23,0	386,5	113,8	113,8	1,4088
ago.	.	.	.	.	428,0	113,9	113,9	1,4268
set.	.	.	.	.	.	115,2	115,3	1,4562

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.
- 3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.
- 4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la Tavola 4.7 per i dettagli.
- 5) Salvo diversa indicazione, i dati si riferiscono agli Euro 16.
- 6) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	11 settembre 2009	18 settembre 2009	25 settembre 2009	2 ottobre 2009
Oro e crediti in oro	232.024	231.971	231.913	238.169
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	198.135	196.666	196.308	194.400
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	58.215	59.131	58.096	52.323
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.333	15.612	15.007	15.141
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	689.256	683.837	681.048	734.324
Operazioni di rifinanziamento principali	93.285	87.800	85.004	66.767
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	595.862	595.862	595.863	667.440
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	85	149	141	91
Crediti connessi a scarti di garanzia	24	25	40	26
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	24.022	24.686	26.356	24.675
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	316.605	317.451	319.065	320.756
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	11.140	12.779	14.239	15.579
Altri titoli	305.465	304.672	304.826	305.177
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	36.230	36.230	36.229	36.204
Altre attività	231.653	227.388	226.220	228.574
Attività totali	1.802.473	1.792.972	1.790.242	1.844.567

2. Passività

	11 settembre 2009	18 settembre 2009	25 settembre 2009	2 ottobre 2009
Banconote in circolazione	769.238	767.516	766.140	770.946
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	331.855	325.234	306.532	368.906
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	243.037	236.238	189.778	218.307
Depositi overnight	88.815	88.995	116.751	150.597
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	3	1	2	2
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	207	169	154	158
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	138.358	145.745	160.743	151.750
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	89.347	83.366	85.716	76.339
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	2.068	3.150	3.030	3.865
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	12.144	10.999	10.712	8.841
Contropartite dei DSP dell'FMI	51.481	51.481	51.481	50.906
Altre passività	147.020	144.557	144.980	147.644
Rivalutazioni	187.797	187.797	187.797	192.254
Capitale e riserve	72.958	72.959	72.959	72.958
Passività totali	1.802.473	1.792.972	1.790.242	1.844.567

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

(valori percentuali in ragione d'anno per i livelli, punti percentuali per le variazioni)

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello	Variazione	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Dal 9 ottobre 1998 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta ^{1), 2)}

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine ^{3), 4)}

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2009	10 giu.	302.077	604	302.077	1,00	-	-	-	7
	17	309.621	670	309.621	1,00	-	-	-	7
	24	167.902	530	167.902	1,00	-	-	-	7
	1 lug.	105.905	405	105.905	1,00	-	-	-	7
	.8	106.406	397	106.406	1,00	-	-	-	7
	15	100.294	389	100.294	1,00	-	-	-	7
	22	88.272	396	88.272	1,00	-	-	-	7
	29	94.780	382	94.780	1,00	-	-	-	7
	5 ago.	80.785	348	80.785	1,00	-	-	-	7
	12	73.596	320	73.596	1,00	-	-	-	7
	19	76.056	330	76.056	1,00	-	-	-	7
	26	77.530	325	77.530	1,00	-	-	-	7
	2 set.	72.086	286	72.086	1,00	-	-	-	7
	9	93.285	311	93.285	1,00	-	-	-	7
	16	87.800	318	87.800	1,00	-	-	-	7
	23	85.004	332	85.004	1,00	-	-	-	7
	30	66.767	244	66.767	1,00	-	-	-	7
	7 ott.	62.620	224	62.620	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009	9 lug.	9.067	56	9.067	1,00	-	-	-	189
	30	9.492	68	9.492	1,00	-	-	-	91
	12 ago.	30.686	90	30.686	1,00	-	-	-	28
	13	13.024	20	13.024	1,00	-	-	-	91
	13	11.875	53	11.875	1,00	-	-	-	182
	27	8.321	35	8.321	1,00	-	-	-	91
	9 set.	10.627	45	10.627	1,00	-	-	-	35
	10	3.686	23	3.686	1,00	-	-	-	182
	10	3.161	14	3.161	1,00	-	-	-	91
	1 ott.	2.769	19	2.769	1,00	-	-	-	77
	1	75.241	589	75.241	1,00	-	-	-	364
	8	1.128	8	1.128	1,00	-	-	-	98
	8	2.368	22	2.368	1,00	-	-	-	182

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)	
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾		Tasso medio ponderato
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	3 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	193.844	54	193.844	4,25	-	-	-	-	3
	6	Raccolta di depositi a tempo determinato	171.947	111	171.947	4,25	-	-	-	-	1
	7	Raccolta di depositi a tempo determinato	147.491	97	147.491	4,25	-	-	-	-	1
	9	Operazione temporanea	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
	11 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
	9 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009	20 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
	10 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
	10 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
	7 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
	12 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
	9 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
	7 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
	11 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
	8 sett.	Raccolta di depositi a tempo determinato	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.
- 5) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

(miliardi di euro; media dei valori giornalieri nel periodo, se non diversamente indicato; tassi d'interesse in valori percentuali in ragione d'anno)

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9	
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7	
2009 mar.	18.269,2	10.015,6	845,4	2.443,0	1.203,2	3.761,9	
apr.	18.447,1	10.085,4	846,1	2.452,5	1.253,3	3.809,8	
mag.	18.487,3	9.972,0	854,6	2.404,7	1.224,1	4.031,9	
giu.	18.518,3	10.003,9	818,8	2.432,6	1.207,0	4.056,0	
lug.	18.432,0	9.890,4	818,9	2.436,0	1.204,6	4.082,1	

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 9 giu.	216,7	217,9	1,2	0,0	1,00
7 lug.	218,1	219,2	1,1	0,0	1,00
11 ago.	216,0	216,9	0,9	0,0	1,00
8 set.	215,9	216,9	1,0	0,0	1,00
13 ott.	213,7	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto) ⁴⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009 20 gen.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1.213,1
10 feb.	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1.137,7
10 mar.	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1.055,5
7 apr.	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1.026,6
12 mag.	512,4	239,7	426,9	0,7	0,0	42,7	3,1	757,5	141,9	13,7	220,8	1.021,0
9 giu.	487,9	238,8	400,6	0,7	0,0	22,3	2,1	759,8	141,7	-15,8	217,9	1.000,0
7 lug.	457,1	221,4	504,9	1,3	0,0	119,7	9,9	763,1	137,9	-65,1	219,2	1.102,0
11 ago.	433,6	94,1	694,0	0,3	2,8	185,1	22,1	770,8	133,9	-103,9	216,9	1.172,8
8 set.	427,6	74,8	645,4	0,3	8,4	136,7	18,5	769,1	125,7	-110,4	216,9	1.122,7

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite dell'Eurosistema.

 3) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.

4) A partire dal 1° gennaio 2009 include le operazioni di politica monetaria condotte dalla Národná banka Slovenska prima di tale data e ancora in essere successivamente ad essa.

2

MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,0
2009 1° trim.	2.783,6	1.555,3	18,7	0,7	1.535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	490,3	15,7	334,2
2009 apr.	2.710,2	1.479,4	18,1	0,7	1.460,7	378,1	326,5	2,4	49,2	-	14,7	487,5	15,8	334,7
mag.	2.678,1	1.452,0	18,1	0,7	1.433,2	375,6	322,9	2,5	50,2	-	15,0	488,8	15,8	330,9
giu.	2.893,4	1.671,5	17,7	0,7	1.653,1	385,4	327,0	2,7	55,7	-	15,0	480,8	16,4	324,4
lug.	2.734,4	1.500,7	17,7	0,7	1.482,4	391,8	327,8	3,0	60,9	-	15,3	483,7	16,5	326,5
ago. ^(p)	2.723,6	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,2	3,3	65,2	-	15,7	518,5	16,4	321,1
IFM escluso l'Eurosistema														
2007	29.448,1	16.894,2	954,5	10.139,0	5.800,8	3.890,1	1.196,9	952,9	1.740,3	93,5	1.293,8	4.886,1	205,7	2.184,7
2008	31.841,0	18.053,4	967,6	10.768,1	6.317,7	4.630,8	1.244,7	1.406,3	1.979,8	98,7	1.199,7	4.756,6	211,6	2.890,2
2009 1° trim.	31.746,7	17.907,6	970,7	10.810,3	6.126,7	4.920,1	1.387,3	1.446,9	2.085,8	104,1	1.185,5	4.545,2	215,1	2.869,0
2009 apr.	31.862,9	17.907,6	982,4	10.806,7	6.118,5	4.993,8	1.405,1	1.473,1	2.115,6	104,0	1.217,7	4.611,1	214,0	2.814,7
mag.	31.528,1	17.859,4	974,7	10.804,0	6.080,7	5.042,5	1.422,0	1.477,4	2.143,2	102,6	1.214,7	4.477,2	214,5	2.617,3
giu.	31.818,3	18.059,4	998,5	10.834,5	6.226,3	5.075,2	1.466,5	1.488,2	2.120,5	95,5	1.198,6	4.430,2	215,2	2.744,2
lug.	31.717,7	17.955,8	999,3	10.799,3	6.157,2	5.101,3	1.475,8	1.486,3	2.139,1	95,3	1.205,9	4.388,1	215,8	2.755,5
ago. ^(p)	31.496,9	17.786,5	1.003,5	10.731,3	6.051,7	5.100,1	1.476,5	1.488,5	2.135,1	94,8	1.213,9	4.342,1	216,0	2.743,5

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	119,2	277,1
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	274,0	383,3	323,4
2009 1° trim.	2.783,6	768,9	1.114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
2009 apr.	2.710,2	781,0	1.046,9	140,3	21,5	885,1	-	0,1	293,2	274,9	314,1
mag.	2.678,1	783,4	1.053,1	137,2	19,0	897,0	-	0,1	291,5	249,0	300,9
giu.	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	208,0	358,6
lug.	2.734,4	795,1	1.106,7	128,2	20,2	958,2	-	0,1	286,7	192,5	353,4
ago. ^(p)	2.723,6	790,0	1.097,0	124,0	21,7	951,3	-	0,1	288,6	224,8	323,2
IFM escluso l'Eurosistema											
2007	29.448,1	-	15.098,2	126,9	8.885,4	6.085,8	754,1	4.631,0	1.683,6	4.533,7	2.747,4
2008	31.841,0	-	16.759,8	190,8	9.710,5	6.858,5	825,4	4.848,3	1.767,5	4.396,0	3.244,0
2009 1° trim.	31.746,7	-	16.608,2	216,2	9.785,4	6.606,6	885,2	4.936,1	1.778,3	4.344,4	3.194,4
2009 apr.	31.862,9	-	16.646,0	197,2	9.870,7	6.578,1	886,1	4.976,7	1.790,6	4.399,9	3.163,6
mag.	31.528,1	-	16.567,9	194,4	9.877,2	6.496,3	874,5	5.000,4	1.803,3	4.268,4	3.013,7
giu.	31.818,3	-	16.787,6	227,5	9.931,3	6.628,8	837,3	4.984,1	1.826,4	4.232,3	3.150,5
lug.	31.717,7	-	16.623,0	170,2	9.902,5	6.550,3	853,5	5.008,2	1.842,7	4.193,2	3.197,0
ago. ^(p)	31.496,9	-	16.459,3	149,2	9.883,3	6.426,7	854,4	5.000,3	1.863,3	4.132,4	3.187,2

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	22.317,5	11.111,9	972,3	10.139,6	2.376,9	1.422,0	954,9	882,2	5.281,4	220,9	2.444,3
2008	24.107,9	11.755,0	986,2	10.768,8	2.961,5	1.552,7	1.408,8	786,3	5.233,4	227,3	3.144,4
2009 1° trim.	24.150,3	11.800,3	989,4	10.810,9	3.159,5	1.710,1	1.449,4	770,0	5.035,5	230,8	3.154,3
2009 apr.	24.236,3	11.807,9	1.000,5	10.807,4	3.207,0	1.731,6	1.475,4	795,5	5.098,5	229,8	3.097,7
mag.	23.908,2	11.797,4	992,8	10.804,6	3.224,8	1.744,9	1.479,9	792,9	4.966,0	230,2	2.896,8
giu.	24.075,2	11.851,4	1.016,2	10.835,2	3.284,4	1.793,5	1.491,0	779,3	4.911,0	231,6	3.017,6
lug.	24.023,8	11.816,9	1.017,0	10.799,9	3.293,0	1.803,6	1.489,4	777,4	4.871,8	232,3	3.032,4
ago. ^(p)	23.936,1	11.753,0	1.021,1	10.731,9	3.300,5	1.808,7	1.491,8	773,9	4.860,6	232,4	3.015,8
Transazioni											
2007	2.574,0	1.014,8	-9,9	1.024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	807,6	-0,5	464,4
2008	1.561,5	601,1	12,5	588,6	373,1	58,2	314,9	-56,0	-72,1	-2,1	716,8
2009 1° trim.	-142,0	6,3	2,1	4,2	178,9	141,9	37,0	-4,5	-276,2	2,1	-48,5
2° trim.	-229,3	72,2	27,3	44,9	136,5	89,6	46,9	4,5	-66,4	0,6	-377,6
2009 apr.	60,0	6,8	11,3	-4,5	48,2	21,2	27,0	21,2	42,4	-1,1	-57,5
mag.	-219,1	6,6	-7,4	14,0	29,0	20,7	8,2	-3,3	-50,8	0,4	-202,0
giu.	-70,2	58,8	23,4	35,4	59,4	47,7	11,6	-13,4	-58,0	1,3	-118,2
lug.	-55,0	-27,7	0,8	-28,5	3,1	6,1	-3,0	-6,1	-38,8	1,0	13,5
ago. ^(p)	-60,4	-60,8	4,1	-64,9	4,7	3,5	1,3	-6,5	20,5	0,1	-15,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2007	22.317,5	638,6	150,8	8.904,5	660,4	2.849,3	1.492,7	4.652,9	3.024,5	-56,5
2008	24.107,9	722,9	259,6	9.727,2	726,3	2.828,3	1.613,8	4.779,3	3.567,3	-117,2
2009 1° trim.	24.150,3	719,9	351,8	9.808,7	780,8	2.801,4	1.645,2	4.646,0	3.496,2	-100,0
2009 apr.	24.236,3	729,2	337,5	9.892,2	781,8	2.811,9	1.646,9	4.674,8	3.477,7	-116,0
mag.	23.908,2	732,0	331,5	9.896,2	771,6	2.807,1	1.658,1	4.517,4	3.314,5	-120,7
giu.	24.075,2	735,0	352,7	9.954,9	741,6	2.808,0	1.675,3	4.440,4	3.509,0	-141,9
lug.	24.023,8	745,5	298,4	9.922,7	758,0	2.808,2	1.685,6	4.385,7	3.550,4	-131,0
ago. ^(p)	23.936,1	741,2	273,2	9.905,1	759,3	2.800,1	1.696,2	4.357,2	3.510,4	-106,8
Transazioni										
2007	2.574,0	45,8	-13,4	838,8	54,5	269,7	150,1	824,2	474,5	-70,5
2008	1.561,5	83,2	106,1	606,8	29,8	-27,3	142,6	86,7	559,5	-26,0
2009 1° trim.	-142,0	-4,3	89,3	25,6	55,8	-37,4	17,2	-200,3	-107,3	19,5
2° trim.	-229,3	15,0	0,9	154,8	-20,1	21,3	34,0	-167,2	-223,3	-44,6
2009 apr.	60,0	9,3	-14,0	80,5	2,3	5,5	4,5	7,6	-20,3	-15,4
mag.	-219,1	2,8	-5,9	16,5	0,6	15,0	12,2	-82,5	-166,5	-11,2
giu.	-70,2	3,0	20,8	57,8	-23,1	0,8	17,3	-92,4	-36,4	-18,0
lug.	-55,0	10,5	-54,2	-31,9	16,1	-1,7	6,5	-52,1	35,1	16,8
ago. ^(p)	-60,4	-4,3	-13,8	-15,2	1,1	-2,0	4,6	-8,8	-43,7	21,7

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero ³⁾
	M1	M2-M1	M2	M3-M2					Prestiti		Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2007	3.837,7	3.518,3	7.356,1	1.308,1	8.664,2	-	5.968,1	2.416,2	12.003,9	10.156,5	-	602,8
2008	3.981,9	4.046,2	8.028,1	1.379,2	9.407,3	-	6.294,4	2.562,2	12.985,7	10.784,5	-	427,0
2009 1° trim.	4.122,6	3.964,2	8.086,8	1.313,2	9.400,0	-	6.443,0	2.687,5	13.032,2	10.808,8	-	389,4
2009 apr.	4.199,8	3.961,8	8.161,5	1.315,1	9.476,6	-	6.468,7	2.712,9	13.011,8	10.792,0	-	453,3
mag.	4.192,4	3.938,3	8.130,7	1.280,0	9.410,7	-	6.500,8	2.721,9	13.020,7	10.793,4	-	498,5
giu.	4.242,7	3.905,3	8.148,0	1.276,8	9.424,8	-	6.533,8	2.793,0	13.067,0	10.808,5	-	472,1
lug.	4.339,4	3.857,6	8.197,1	1.250,4	9.447,5	-	6.561,9	2.815,6	13.038,0	10.767,2	-	486,1
ago. ^(a)	4.404,4	3.834,8	8.239,1	1.208,4	9.447,6	-	6.616,7	2.845,7	13.052,1	10.757,9	-	517,4
Transazioni												
2007	148,8	529,7	678,5	223,9	902,4	-	467,1	-59,6	1.362,1	1.028,5	1.119,9	-18,4
2008	125,9	487,0	612,9	44,8	657,7	-	174,2	70,7	843,2	587,4	749,2	-160,2
2009 1° trim.	105,2	-98,5	6,7	-62,4	-55,7	-	114,9	108,8	16,7	-13,8	7,7	-48,9
2° trim.	139,8	-68,3	71,6	-18,7	52,9	-	108,8	112,1	56,3	20,2	40,7	102,5
2009 apr.	93,0	-18,0	75,0	2,9	77,8	-	20,7	25,1	-24,3	-17,7	-2,8	64,4
mag.	-3,7	-16,7	-20,4	-26,0	-46,4	-	56,3	16,7	28,7	18,1	22,3	52,1
giu.	50,5	-33,5	17,0	4,4	21,4	-	31,8	70,3	51,9	19,9	21,3	-14,0
lug.	96,7	-47,4	49,3	-27,8	21,5	-	23,6	18,7	-27,9	-34,6	-33,0	11,9
ago. ^(a)	65,7	-21,9	43,8	-42,2	1,6	-	55,8	28,4	13,1	-6,2	-0,6	43,2
Variazioni percentuali												
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,4	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-18,4
2008 dic.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,0	2,9	2,9	7,0	5,8	7,2	-160,2
2009 mar.	5,9	6,4	6,2	-1,1	5,1	5,2	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-146,3
2009 apr.	8,3	3,5	5,9	-1,2	4,9	4,6	4,1	7,9	3,6	2,3	3,9	-31,1
mag.	7,9	2,1	5,0	-3,7	3,8	4,1	4,7	8,2	3,1	1,8	3,3	76,2
giu.	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,4	5,0	10,7	2,9	1,5	2,7	104,9
lug.	12,1	-2,7	4,7	-6,8	3,0	3,0	4,9	10,9	1,8	0,7	1,9	126,9
ago. ^(a)	13,6	-4,1	4,6	-9,9	2,5	.	5,2	11,5	1,1	0,1	1,3	164,9

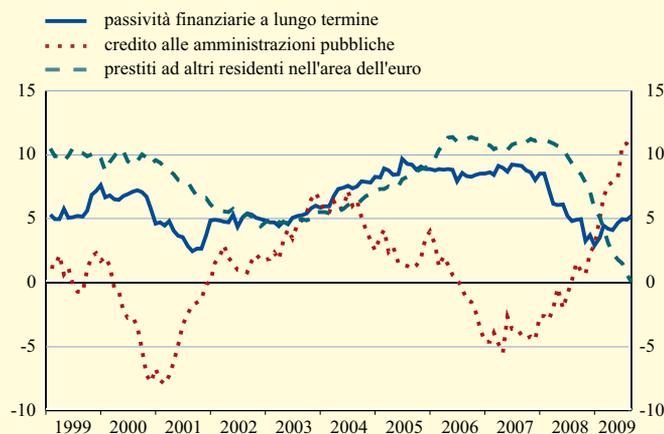
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.
- 2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (per M1, M2 e M3 cfr. il Glossario).
- 3) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.
- 4) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

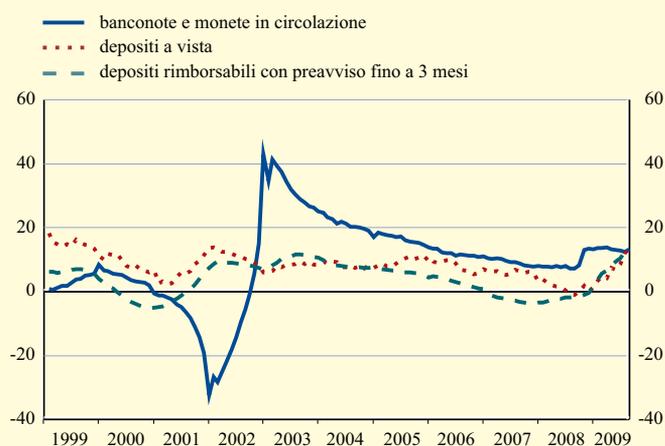
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	625,6	3.212,2	1.977,3	1.541,1	307,3	686,2	314,6	2.547,4	119,3	1.814,8	1.486,6
2008	709,9	3.272,0	2.478,8	1.567,4	354,1	756,2	268,9	2.573,1	121,2	1.992,8	1.607,2
2009 1° trim.	727,5	3.395,2	2.321,7	1.642,5	336,1	780,4	196,6	2.605,6	124,2	2.073,6	1.639,5
2009 apr.	729,8	3.470,0	2.294,3	1.667,5	337,1	770,3	207,7	2.603,8	125,9	2.090,1	1.648,9
mag.	730,0	3.462,4	2.257,6	1.680,7	326,1	753,1	200,8	2.599,5	128,2	2.100,1	1.673,1
giu.	734,2	3.508,5	2.208,9	1.696,3	355,1	738,2	183,5	2.608,6	129,4	2.115,4	1.680,4
lug.	733,6	3.605,8	2.134,6	1.723,0	331,0	745,0	174,4	2.619,2	130,9	2.130,3	1.681,4
ago. ^(p)	742,8	3.661,6	2.090,9	1.743,9	306,3	746,9	155,2	2.637,9	132,2	2.145,7	1.700,9
Transazioni											
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,0	147,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,6	467,2	19,8	48,1	33,2	-36,5	10,8	0,6	20,8	142,1
2009 1° trim.	16,2	89,1	-173,3	74,8	-18,0	25,6	-69,9	19,3	2,2	75,3	18,1
2° trim.	6,8	133,1	-122,9	54,6	19,2	-23,4	-14,5	18,9	4,5	40,6	44,8
2009 apr.	2,3	90,7	-43,7	25,7	0,9	-8,8	10,7	-6,4	1,0	14,0	12,2
mag.	0,2	-3,9	-30,0	13,3	-10,8	-6,7	-8,6	17,1	2,2	11,8	25,1
giu.	4,2	46,3	-49,2	15,6	29,0	-7,9	-16,6	8,2	1,2	14,8	7,5
lug.	-0,6	97,3	-74,2	26,8	-24,1	6,5	-10,2	9,9	1,5	15,0	-2,8
ago. ^(p)	9,2	56,6	-42,8	20,9	-24,6	1,7	-19,3	24,8	1,3	16,1	13,5
Variazioni percentuali											
2007 dic.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,4	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 dic.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,6	4,8	-12,1	0,4	0,5	1,1	9,7
2009 mar.	13,8	4,3	6,4	6,6	8,0	4,1	-26,7	0,8	3,7	4,9	9,1
2009 apr.	13,2	7,4	0,5	8,0	3,6	3,2	-20,1	0,2	5,1	5,5	9,1
mag.	13,1	6,9	-2,7	9,4	1,9	2,7	-27,5	0,4	7,7	5,6	10,5
giu.	12,8	8,7	-6,1	10,4	5,4	2,7	-33,6	0,4	9,3	6,1	10,8
lug.	12,5	12,1	-12,1	12,3	-3,3	3,7	-38,6	0,1	10,9	6,9	10,1
ago. ^(p)	13,2	13,6	-15,1	13,7	-8,5	1,9	-43,9	0,8	12,8	7,4	9,5

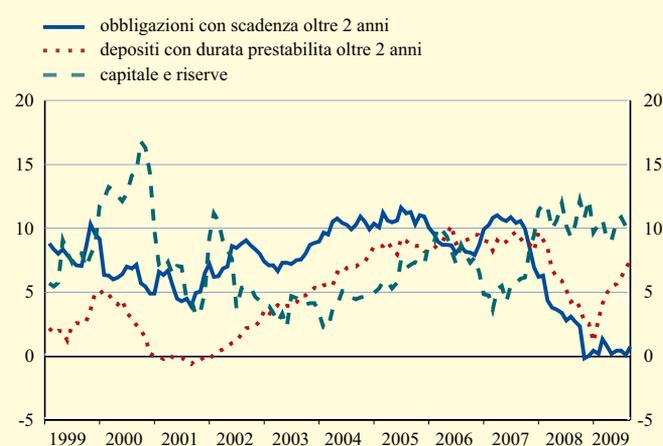
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

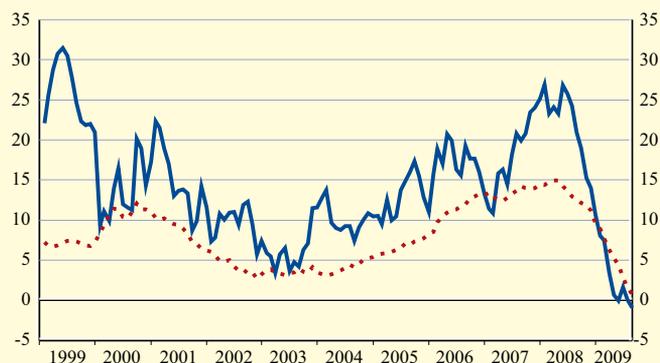
1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ⁴⁾			
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2007	107,4	880,4	4.380,5	1.279,7	859,5	2.241,2	4.788,2	616,1	3.425,2	746,9
2008	103,7	977,9	4.820,6	1.380,4	960,8	2.479,4	4.882,3	630,6	3.487,6	764,1
2009 1° trim.	103,2	969,6	4.847,2	1.339,0	981,0	2.527,3	4.888,8	640,8	3.486,3	761,6
2009 apr.	101,7	961,4	4.840,8	1.323,4	986,8	2.530,6	4.888,1	635,2	3.488,1	764,7
mag.	101,6	977,2	4.827,3	1.316,5	982,0	2.528,8	4.887,2	633,7	3.486,6	766,9
giu.	105,5	1.022,2	4.789,6	1.286,8	975,8	2.527,0	4.891,2	635,4	3.487,7	768,1
lug.	97,4	1.012,6	4.764,5	1.254,7	968,9	2.541,0	4.892,7	632,1	3.493,7	766,9
ago. ^(p)	94,7	996,4	4.766,5	1.256,5	963,6	2.546,3	4.900,3	630,7	3.500,6	769,0
Transazioni										
2007	16,8	177,2	555,0	145,2	156,0	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,2	90,3	421,0	87,9	120,1	213,1	80,3	10,7	52,2	17,4
2009 1° trim.	-3,9	-15,3	13,0	-40,4	14,1	39,3	-7,5	2,5	-8,6	-1,4
2° trim.	3,8	53,1	-40,2	-47,0	0,3	6,4	3,6	-5,0	2,6	6,0
2009 apr.	-1,5	-9,3	-3,6	-15,0	6,3	5,1	-3,2	-5,7	1,0	1,5
mag.	0,1	19,9	-3,9	-4,0	-2,0	2,1	2,1	-1,0	0,1	3,0
giu.	5,2	42,6	-32,7	-27,9	-3,9	-0,8	4,7	1,7	1,6	1,5
lug.	-8,2	-10,3	-21,9	-31,3	-5,7	15,1	5,8	-0,2	6,4	-0,5
ago. ^(p)	-2,6	-15,3	3,3	2,9	-5,7	6,1	8,4	0,8	5,5	2,1
Variazioni percentuali										
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,7	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 dic.	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 mar.	-5,5	3,5	6,2	-0,3	11,1	8,2	0,4	0,9	0,1	1,3
2009 apr.	-2,0	0,5	5,2	-1,7	10,7	7,1	0,0	-0,5	-0,2	1,5
mag.	-3,0	-0,1	4,4	-2,6	9,7	6,4	-0,2	-0,7	-0,5	1,8
giu.	1,2	1,7	2,8	-5,3	7,4	5,8	0,2	-0,8	0,1	1,5
lug.	-3,2	-0,1	1,6	-8,3	6,1	5,5	0,0	-1,0	-0,1	1,4
ago. ^(p)	-8,2	-1,0	0,7	-8,9	3,9	5,0	-0,2	-0,9	-0,4	1,4

F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

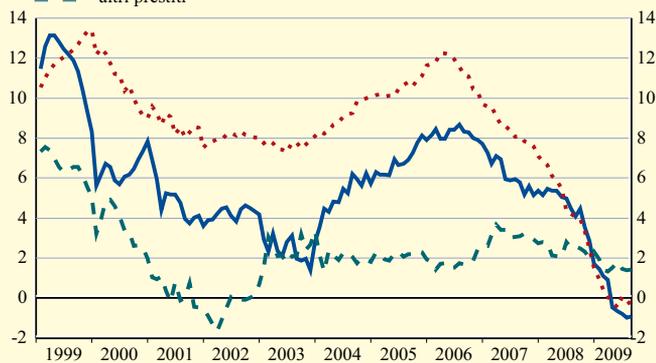
— altri intermediari finanziari
 - - - società non finanziarie



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— credito al consumo
 - - - mutui per l'acquisto di abitazioni
 - - - altri prestiti



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2008	92,3	68,5	5,7	18,0	960,5	553,9	168,8	237,8	4.827,0	1.378,3	960,6	2.488,1
2009 1° trim.	102,1	75,7	6,2	20,2	986,1	568,6	180,0	237,5	4.843,0	1.336,2	981,4	2.525,3
2009 mag.	105,7	78,9	5,7	21,0	993,3	575,7	179,4	238,3	4.826,3	1.312,4	982,8	2.531,2
giu.	108,3	83,1	7,5	17,7	1.022,8	597,8	183,0	242,1	4.804,2	1.300,8	975,9	2.527,5
lug.	101,2	76,2	7,4	17,7	1.009,4	576,6	186,1	246,7	4.785,7	1.268,9	972,1	2.544,7
ago. ^(p)	94,6	69,6	7,9	17,2	981,8	552,2	182,5	247,1	4.753,1	1.244,7	963,0	2.545,4
Transazioni												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,8	-2,9	-1,8	0,9	91,1	27,2	21,5	42,4	421,7	87,6	120,1	213,9
2009 1° trim.	6,5	5,8	0,6	0,1	18,6	10,0	11,1	-2,6	2,3	-41,1	14,8	28,6
2° trim.	7,7	7,5	1,3	-1,1	37,3	31,3	1,7	4,3	-21,3	-30,2	0,0	8,9
2009 mag.	2,1	1,8	0,0	0,4	13,9	15,4	-0,2	-1,2	-8,5	-12,9	-0,8	5,2
giu.	4,0	4,1	1,9	-2,0	27,1	22,7	1,9	2,5	-17,0	-9,7	-4,6	-2,7
lug.	-7,1	-6,9	-0,2	0,0	-14,2	-21,5	2,9	4,5	-15,4	-31,1	-2,6	18,3
ago. ^(p)	-6,6	-6,6	0,5	-0,5	-26,7	-23,2	-4,2	0,7	-31,2	-23,2	-9,5	1,5
Variazioni percentuali												
2008 dic.	-3,9	-4,0	-23,7	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,8	13,9	9,4
2009 mar.	-5,2	-7,2	-18,0	10,4	3,4	-5,3	19,6	17,3	6,3	-0,3	11,1	8,2
2009 mag.	-3,2	-4,4	-22,7	11,2	-0,1	-9,2	16,7	15,8	4,4	-2,6	9,7	6,4
giu.	1,3	1,5	-1,1	3,2	1,6	-4,7	13,3	11,6	2,8	-5,3	7,4	5,8
lug.	-3,2	-5,5	16,3	1,6	0,0	-6,1	12,6	7,8	1,6	-8,3	6,1	5,5
ago. ^(p)	-8,2	-11,3	19,5	-3,3	-1,0	-7,1	9,6	7,5	0,8	-8,9	3,9	5,0

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2008	4.888,4	632,8	138,8	196,1	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	765,2	155,0	90,5	519,6
2009 1° trim.	4.879,1	637,8	136,3	199,9	301,7	3.480,9	16,3	65,6	3.399,0	760,4	150,7	88,7	521,0
2009 mag.	4.878,6	632,4	133,3	197,6	301,4	3.481,6	16,2	65,4	3.400,0	764,7	147,2	88,9	528,6
giu.	4.899,1	638,9	136,0	199,0	303,9	3.487,6	16,1	65,8	3.405,6	772,7	154,0	88,4	530,3
lug.	4.903,0	635,8	134,7	198,4	302,7	3.499,5	16,1	65,9	3.417,5	767,7	146,8	88,8	532,1
ago. ^(p)	4.901,8	631,2	133,5	196,7	301,0	3.502,7	16,1	66,0	3.420,7	767,8	146,0	88,2	533,6
Transazioni													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	227,4	0,9	2,3	224,1	20,1	1,7	4,4	14,0
2008	79,6	10,7	1,1	-9,1	18,6	51,6	1,1	-3,8	54,3	17,4	2,5	-5,3	20,2
2009 1° trim.	-23,2	-2,7	-2,4	-2,1	1,8	-16,8	-0,9	-3,3	-12,5	-3,7	-4,2	-1,5	2,1
2° trim.	21,2	1,4	0,0	-0,6	2,0	7,9	-0,5	0,2	8,1	11,9	3,7	0,0	8,2
2009 mag.	6,4	-0,6	-1,1	-0,3	0,8	3,7	0,0	-0,1	3,8	3,3	-0,7	0,0	4,0
giu.	21,3	6,4	2,9	1,4	2,2	6,5	-0,1	0,5	6,1	8,3	6,9	-0,3	1,7
lug.	8,2	0,1	-1,1	0,5	0,7	12,4	0,0	0,1	12,2	-4,3	-7,1	0,4	2,4
ago. ^(p)	-0,4	-2,3	-0,9	-1,6	0,1	1,8	-0,1	0,0	1,9	0,2	-0,8	-0,5	1,5
Variazioni percentuali													
2008 dic.	1,7	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,6	2,3	1,7	-5,1	4,1
2009 mar.	0,4	0,9	0,2	-4,5	5,1	0,1	1,0	-9,0	0,3	1,3	-0,2	-7,2	3,5
2009 mag.	-0,1	-0,7	-1,8	-6,0	3,7	-0,5	0,1	-9,2	-0,3	1,8	-0,7	-4,8	3,9
giu.	0,2	-0,8	-2,2	-5,3	3,1	0,1	-0,3	-8,7	0,3	1,5	-1,9	-5,5	3,8
lug.	0,0	-1,0	-2,6	-4,9	2,5	-0,1	0,2	-8,7	0,0	1,4	-2,7	-4,9	3,8
ago. ^(p)	-0,2	-0,9	-1,9	-5,3	2,5	-0,4	-1,0	-8,4	-0,2	1,4	-3,1	-4,3	3,8

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Euro sistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

4. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3.307,6	2.352,4	955,1	59,8	895,3
2008 3° trim.	978,8	225,6	210,0	497,8	45,4	3.525,7	2.461,8	1.063,9	61,8	1.002,0
4° trim.	967,6	226,9	210,1	508,4	22,2	3.250,1	2.284,6	965,5	57,8	907,7
2009 1° trim.	970,7	232,8	205,6	511,3	21,0	3.056,6	2.100,4	956,2	59,2	896,9
2° trim. ^(p)	998,5	249,1	206,5	520,6	22,3	2.954,2	2.018,1	935,6	57,4	878,3
Transazioni										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,5	0,3	159,2
2008	13,3	12,3	-8,1	16,3	-7,2	-51,7	-82,8	30,9	0,6	30,3
2008 3° trim.	4,5	4,9	-5,2	1,4	3,4	90,8	73,5	17,3	-3,2	20,5
4° trim.	-9,4	1,1	-0,2	12,8	-23,2	-256,3	-182,5	-73,9	-0,7	-73,2
2009 1° trim.	2,0	5,5	-4,4	2,3	-1,2	-236,8	-211,7	-25,3	0,3	-25,6
2° trim. ^(p)	28,3	16,7	0,9	9,4	1,3	-65,0	-59,1	-6,2	-0,8	-5,4
Variazioni percentuali										
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007 dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008 set.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9
dic.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,5	3,3	0,9	3,5
2009 mar.	1,5	10,0	-3,6	3,6	-43,5	-14,2	-16,7	-8,3	-3,3	-8,6
giu. ^(p)	2,6	12,7	-4,1	5,2	-46,9	-13,6	-15,8	-8,4	-6,8	-8,5

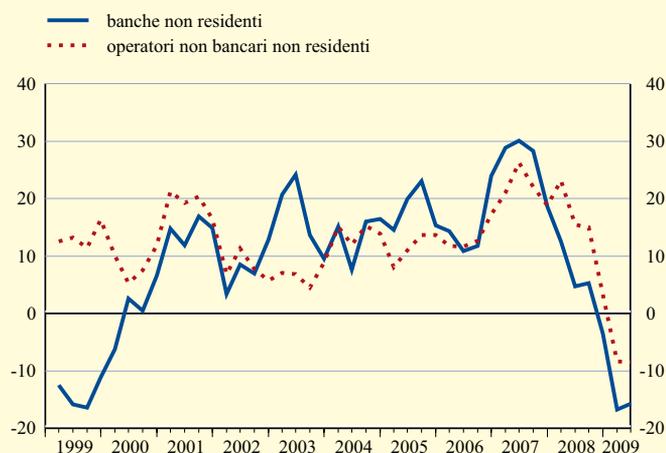
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

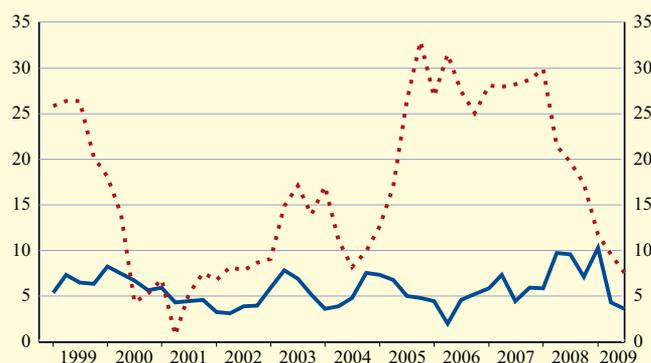
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1.466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1.804,1	320,9	420,5	853,4	12,3	0,1	197,0
2009 1° trim.	763,5	91,7	99,8	546,8	2,3	1,5	21,4	1.838,8	333,3	350,8	905,4	14,4	0,0	234,7
2009 apr.	766,0	90,1	101,2	550,6	1,8	1,5	20,8	1.866,7	326,2	372,7	914,6	15,0	0,0	238,1
mag.	759,0	83,6	100,5	551,9	1,9	1,5	19,7	1.854,2	309,0	364,7	926,5	14,7	0,0	239,2
giu.	753,3	85,4	93,7	552,0	1,7	1,5	19,0	1.891,8	335,5	343,3	943,8	14,1	0,0	255,0
lug.	752,3	86,2	93,7	552,1	1,8	1,5	16,9	1.854,1	315,5	346,9	945,6	14,6	0,0	231,4
ago. ^(p)	751,5	87,1	89,8	552,6	1,8	1,5	18,7	1.833,2	303,3	353,2	938,8	14,5	0,1	223,3
Transazioni														
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	172,9	4,6	71,4	46,6	-0,3	-0,3	50,9
2009 1° trim.	-6,7	5,5	-18,8	7,8	0,5	0,0	-1,7	30,9	8,8	-68,4	50,6	2,1	0,0	37,7
2° trim.	-10,1	-6,3	-6,1	5,2	-0,5	0,0	-2,4	57,4	19,9	-19,8	37,0	-0,2	0,0	20,4
2009 apr.	2,3	-1,7	1,3	3,8	-0,5	0,0	-0,6	26,6	9,3	6,6	6,7	0,6	0,0	3,4
mag.	-6,7	-6,4	-0,6	1,3	0,1	0,0	-1,1	-5,8	-15,7	-4,5	13,5	-0,2	0,0	1,2
giu.	-5,8	1,8	-6,8	0,1	-0,1	0,0	-0,7	36,6	26,4	-21,9	16,8	-0,6	0,0	15,8
lug.	-1,0	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,6	-19,9	3,6	1,9	0,5	0,0	-23,6
ago. ^(p)	-0,6	0,9	-3,9	0,5	0,0	0,0	1,8	-19,4	-12,0	6,7	-6,0	-0,1	0,1	-8,1
Variazioni percentuali														
2007 dic.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 dic.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,5	11,8	1,4	20,8	7,2	-2,3	-	34,6
2009 mar.	4,3	8,9	13,9	2,4	-3,4	-	-2,2	9,6	-2,2	-2,3	13,6	6,4	-	39,4
2009 apr.	4,8	16,6	10,4	2,8	-13,5	-	-8,1	9,0	7,5	-8,9	13,5	4,2	-	31,9
mag.	4,1	16,6	6,7	2,7	-1,0	-	-9,5	7,5	0,1	-9,0	12,6	14,3	-	32,0
giu.	3,6	12,8	6,1	2,4	-13,3	-	-4,1	7,6	3,0	-14,4	12,7	15,6	-	39,9
lug.	3,6	20,1	3,6	2,3	-3,2	-	-16,0	5,3	8,5	-21,7	12,8	1,9	-	30,3
ago. ^(p)	4,3	27,4	1,2	2,3	3,8	-	-4,3	3,9	9,7	-23,5	12,7	11,7	-	21,8

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

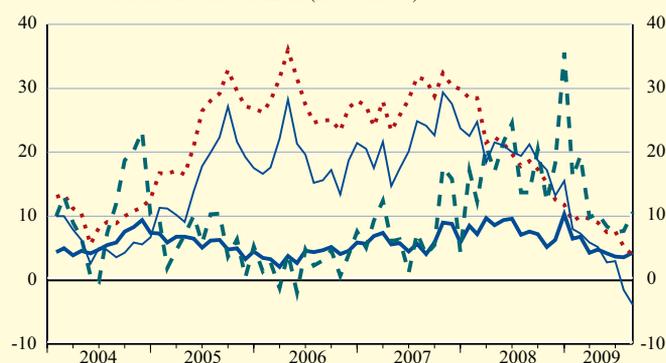
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)



F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)
- - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ⁴⁾
- - altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁵⁾



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

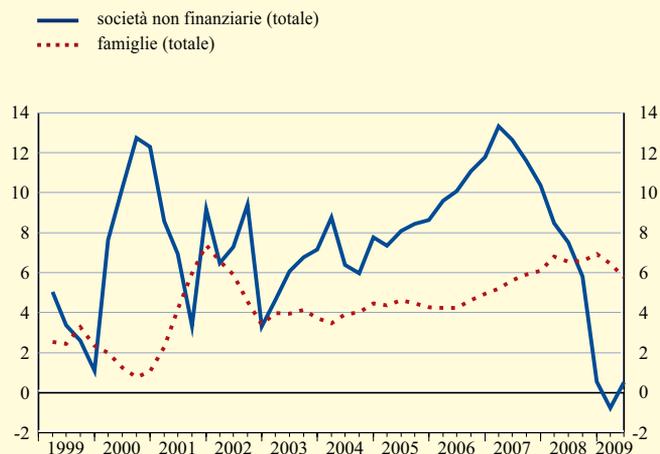
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	1.488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4.990,6	1.778,9	993,3	561,6	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.516,5	889,9	508,6	64,6	28,3	1,3	23,7	5.370,2	1.814,7	1.350,1	517,9	1.490,2	113,6	83,7
2009 1° trim.	1.487,2	877,8	480,5	71,0	38,7	1,3	17,9	5.447,9	1.900,3	1.281,3	524,4	1.565,5	114,9	61,4
2009 apr.	1.504,5	881,3	486,1	72,3	43,7	1,4	19,7	5.483,9	1.957,9	1.242,2	527,9	1.583,2	115,8	56,8
mag.	1.514,3	897,0	475,6	72,6	47,3	1,4	20,4	5.498,6	1.986,5	1.214,9	531,6	1.594,2	117,3	54,2
giu.	1.530,5	922,8	464,3	72,3	50,1	1,5	19,6	5.507,2	2.012,1	1.186,6	535,4	1.604,0	118,2	50,9
lug.	1.530,6	918,8	463,2	74,4	54,4	1,5	18,4	5.517,4	2.030,1	1.155,2	543,9	1.617,9	119,4	50,9
ago ^(p)	1.541,2	934,7	455,3	76,4	56,8	1,5	16,5	5.509,0	2.033,2	1.123,0	552,0	1.632,5	120,1	48,1
Transazioni														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,2	-4,5	13,3	3,3	-3,6	-0,3	0,0	347,6	28,6	335,6	-43,1	28,1	1,7	-3,4
2009 1° trim.	-39,3	-17,4	-32,2	5,0	11,1	0,0	-5,8	41,2	64,3	-80,3	3,9	75,1	0,5	-22,2
2° trim.	47,2	47,7	-15,1	1,4	11,4	0,1	1,7	60,1	111,1	-93,3	11,0	39,2	2,7	-10,6
2009 apr.	17,7	4,2	5,2	1,3	5,1	0,0	1,9	34,5	56,5	-39,4	3,5	18,3	0,3	-4,7
mag.	13,0	17,4	-9,0	0,5	3,5	0,0	0,6	16,9	28,9	-25,7	3,7	11,1	1,4	-2,6
giu.	16,5	26,0	-11,3	-0,3	2,8	0,1	-0,8	8,6	25,6	-28,3	3,8	9,8	1,0	-3,3
lug.	0,2	-4,0	-1,1	2,1	4,3	0,0	-1,2	10,1	17,8	-31,4	8,5	14,0	1,1	0,1
ago ^(p)	11,3	16,3	-7,5	2,1	2,5	0,0	-1,9	-8,2	3,3	-32,1	8,1	14,7	0,8	-2,8
Variazioni percentuali														
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 dic.	0,6	-0,5	2,8	5,4	-11,4	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 mar.	-0,8	1,2	-6,6	13,4	31,5	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,2	-4,6	6,6	4,7	-35,8
2009 apr.	-0,4	2,6	-9,6	14,2	54,1	-3,3	-5,9	6,2	9,1	8,3	-3,2	7,9	6,2	-41,8
mag.	-0,8	2,9	-12,0	13,5	68,4	-2,4	-4,3	5,9	10,3	3,7	-1,7	8,7	8,9	-46,8
giu.	0,5	4,8	-11,7	12,5	79,6	1,0	-13,0	5,8	11,3	-0,5	-0,1	9,5	10,5	-48,4
lug.	1,4	7,2	-13,5	13,2	107,2	5,4	-20,0	5,5	13,3	-6,7	2,1	11,2	12,1	-52,5
ago ^(p)	2,2	9,8	-15,7	16,5	119,7	5,2	-28,8	5,2	15,1	-11,5	3,9	12,3	14,0	-56,5

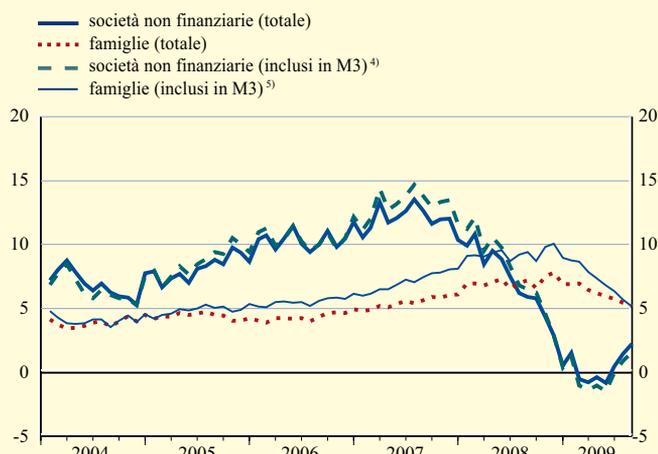
F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

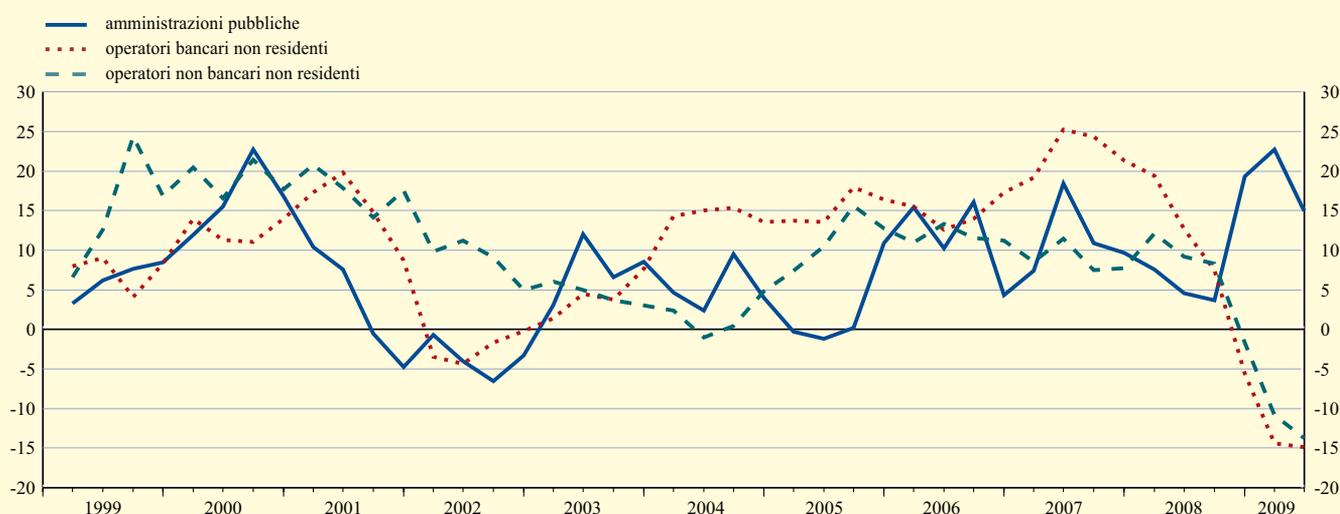
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3.857,3	2.948,5	908,8	143,3	765,5
2008 3° trim.	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4.145,6	3.142,2	1.003,4	141,8	861,6
4° trim.	445,1	190,8	52,3	116,1	85,9	3.707,4	2.809,9	897,5	65,8	831,7
2009 1° trim.	464,2	216,2	50,6	114,3	83,0	3.660,2	2.780,9	879,3	63,6	815,7
2° trim. ^(p)	475,9	227,5	48,9	117,8	81,6	3.557,8	2.699,3	858,5	59,6	798,9
Transazioni										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,5	67,1	20,2	46,8
2008	72,3	63,5	-6,5	8,4	7,0	-181,9	-164,8	-17,1	-36,8	19,6
2008 3° trim.	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,3	8,7	-7,4
4° trim.	45,9	50,8	-9,2	2,7	1,5	-427,4	-331,5	-95,9	-35,3	-60,6
2009 1° trim.	15,4	22,5	-1,7	-2,5	-2,9	-106,9	-75,6	-31,3	-2,6	-28,7
2° trim. ^(p)	11,3	11,3	-1,6	3,5	-1,9	-58,6	-46,9	-11,6	-0,8	-10,8
Variazioni percentuali										
2006 dic.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 dic.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,3
2008 set.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
dic.	19,3	49,9	-11,0	7,7	8,7	-4,6	-5,5	-1,7	-25,5	2,7
2009 mar.	22,7	52,6	2,2	5,3	6,5	-13,6	-14,5	-10,8	-24,0	-8,7
giu. ^(p)	15,0	43,9	-13,0	3,9	-4,9	-14,6	-14,9	-13,7	-24,0	-12,2

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

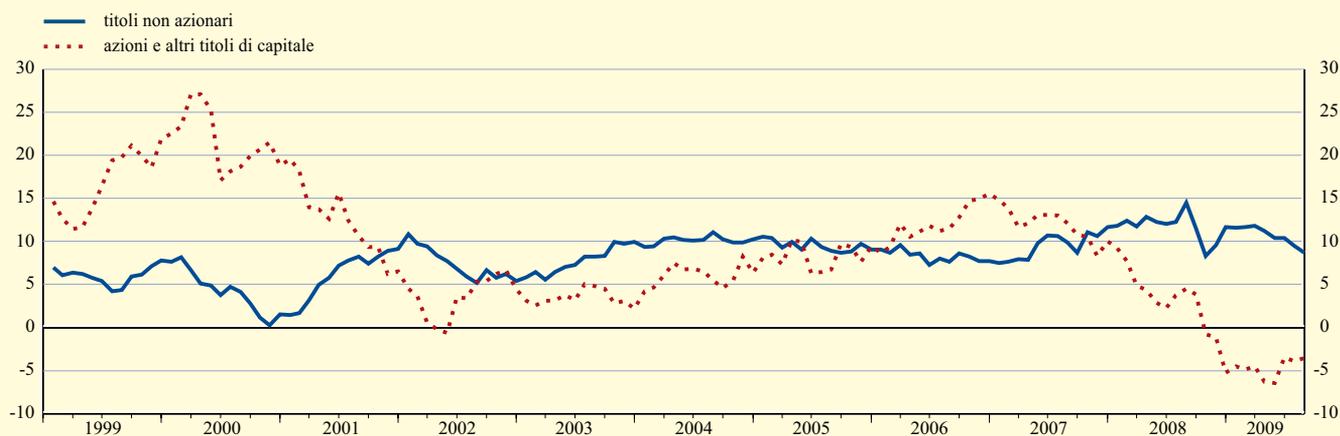
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2007	5.124,7	1.656,3	84,0	1.180,3	16,6	919,6	33,3	1.234,6	1.636,5	424,5	869,3	342,7
2008	5.858,4	1.887,4	92,4	1.225,4	19,3	1.355,2	51,2	1.227,5	1.477,1	423,2	776,5	277,4
2009 1° trim.	6.135,8	1.982,3	103,5	1.366,7	20,6	1.396,3	50,6	1.215,7	1.456,8	424,6	760,9	271,3
2009 apr.	6.211,4	2.013,8	101,8	1.384,2	20,9	1.422,2	50,9	1.217,6	1.491,8	432,0	785,6	274,1
mag.	6.239,3	2.037,5	105,7	1.402,8	19,2	1.429,9	47,5	1.196,7	1.488,8	431,8	782,8	274,1
giu.	6.273,4	2.014,1	106,4	1.446,2	20,3	1.440,9	47,3	1.198,2	1.474,5	429,5	769,1	275,9
lug.	6.286,5	2.031,5	107,6	1.456,8	18,9	1.438,3	48,1	1.185,3	1.487,3	438,9	767,0	281,4
ago. ^(p)	6.301,9	2.029,8	105,4	1.458,6	17,9	1.441,0	47,5	1.201,7	1.496,4	450,8	763,1	282,4
Transazioni												
2007	543,8	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,4	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,3	212,5	6,0	36,6	1,9	295,3	19,1	28,8	-84,1	22,9	-56,4	-50,5
2009 1° trim.	253,0	95,3	8,6	133,7	0,4	39,7	-2,7	-22,0	-4,7	3,2	-4,6	-3,4
2° trim.	160,1	32,0	3,7	84,1	0,3	48,7	-2,0	-6,8	16,1	8,4	4,2	3,4
2009 apr.	65,8	31,2	-3,2	17,6	0,1	27,5	-0,3	-7,2	28,6	5,7	21,1	1,8
mag.	64,1	24,4	6,8	23,1	-0,8	9,6	-1,4	2,5	1,3	4,9	-3,4	-0,3
giu.	30,3	-23,6	0,1	43,4	1,0	11,6	-0,2	-2,1	-13,8	-2,2	-13,5	1,9
lug.	16,1	20,6	1,2	8,0	-1,4	-3,8	0,5	-9,1	6,0	6,6	-6,1	5,4
ago. ^(p)	18,1	-3,8	-1,2	0,3	-1,0	1,3	-0,2	22,7	4,1	10,3	-6,5	0,3
Variazioni percentuali												
2007 dic.	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 dic.	11,7	12,7	8,2	3,1	9,9	32,2	57,5	2,4	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 mar.	11,8	14,4	10,7	12,5	16,4	30,2	3,1	-5,2	-4,5	0,6	-6,6	-6,4
2009 apr.	11,2	14,9	2,7	12,8	20,3	28,7	-3,9	-7,0	-6,3	0,6	-9,6	-6,6
mag.	10,4	13,5	2,0	14,0	18,4	26,5	-6,8	-8,0	-6,5	-0,8	-9,3	-6,7
giu.	10,4	11,8	1,4	18,0	19,3	24,3	-6,2	-8,0	-3,5	1,0	-5,7	-4,0
lug.	9,5	11,8	-1,6	18,2	12,4	22,0	-6,0	-9,7	-3,9	2,2	-8,6	0,6
ago. ^(p)	8,7	10,7	-1,8	18,3	13,8	19,1	-6,7	-9,2	-3,5	5,8	-9,4	-0,1

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009 1° trim.	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,2	-0,7	-0,2	-1,3
2° trim.	-1,5	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,1	-0,1	-0,2	-0,8
2009 apr.	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2
mag.	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,3
giu.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
lug.	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
ago. ^(p)	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,2

2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,7	-4,0	-9,1	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2009 1° trim.	-7,1	-3,5	-1,6	-2,0	-2,7	-1,3	-1,3
2° trim.	-5,8	-1,7	-2,4	-1,7	-1,1	-0,3	-0,8
2009 apr.	-1,8	-0,7	-0,6	-0,6	0,1	-0,1	0,2
mag.	-1,3	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2
giu.	-2,7	-0,7	-1,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,7
lug.	-2,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2
ago. ^(p)	-1,4	-0,7	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009 1° trim.	-14,4	-0,5	-0,1	-3,1	0,0	-2,8	0,4	-8,3	-16,0	-3,5	-11,4	-1,1
2° trim.	-2,4	2,0	0,1	-2,0	-0,1	-1,6	0,3	-1,0	8,2	2,3	4,7	1,3
2009 apr.	-0,3	1,1	0,1	-0,2	0,0	-1,8	0,2	0,3	6,5	1,7	3,6	1,1
mag.	-2,1	1,2	0,0	-2,0	-0,2	0,2	0,0	-1,5	2,2	0,8	1,2	0,2
giu.	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
lug.	6,7	1,0	0,1	2,7	0,0	0,9	0,2	1,8	6,8	2,9	3,9	0,1
ago. ^(p)	6,8	1,8	0,1	1,4	0,0	1,5	0,0	1,9	5,0	1,6	2,7	0,7

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 3° trim.	6.746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9.487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
4° trim.	6.858,5	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.901,3	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 1° trim.	6.606,6	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	10.001,6	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
2° trim. ^(p)	6.628,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.158,8	97,0	3,0	1,8	0,3	0,1	0,5
Non residenti dell'area dell'euro														
2006	2.561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2.948,5	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 3° trim.	3.142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1.003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
4° trim.	2.809,9	48,2	51,8	33,4	2,8	2,6	10,2	897,5	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 1° trim.	2.780,9	47,2	52,8	34,8	2,1	2,6	10,4	879,3	52,7	47,3	31,6	1,2	1,9	8,4
2° trim. ^(p)	2.699,3	49,0	51,0	32,8	1,9	2,6	10,9	861,4	51,9	48,1	33,1	1,3	1,8	7,7

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 3° trim.	5.168,4	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
4° trim.	5.111,7	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 1° trim.	5.197,9	83,3	16,7	8,7	1,9	1,9	2,5
2° trim. ^(p)	5.224,2	83,5	16,5	8,4	1,9	1,8	2,6

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5.800,8	-	-	-	-	-	11.093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 3° trim.	6.355,5	-	-	-	-	-	11.778,9	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
4° trim.	6.317,7	-	-	-	-	-	11.735,7	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 1° trim.	6.126,7	-	-	-	-	-	11.780,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,5	
2° trim. ^(p)	6.226,3	-	-	-	-	-	11.833,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
Non residenti nell'area dell'euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,1	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 3° trim.	2.461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1.063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
4° trim.	2.284,6	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	965,5	40,5	59,5	41,9	1,4	4,3	7,4
2009 1° trim.	2.100,4	44,8	55,2	31,2	2,7	3,1	12,7	956,2	38,1	61,9	44,5	1,0	4,2	7,8
2° trim. ^(p)	2.018,1	45,5	54,5	29,5	2,9	3,1	13,5	935,7	39,5	60,5	43,0	0,9	4,0	7,8

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 3° trim.	1.905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2.302,2	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim.	1.979,8	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,1	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 1° trim.	2.085,8	95,0	5,0	2,7	0,2	0,4	1,3	2.834,3	97,5	2,5	1,7	0,2	0,1	0,4
2° trim. ^(p)	2.120,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,3	2.954,7	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,3	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 3° trim.	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
4° trim.	580,8	54,0	46,0	28,6	0,9	0,5	13,3	646,7	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009 1° trim.	597,9	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,9	34,1	65,9	40,5	4,3	0,8	15,3
2° trim. ^(p)	570,1	55,3	44,7	24,7	1,7	1,4	14,4	628,2	33,5	66,5	40,3	4,2	0,9	16,0

Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

3) Per i non residenti nell'area dell'euro il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2007 4° trim.	5.783,4	353,7	1.994,3	184,2	1.810,1	2.077,7	784,6	189,1	384,1
2008 1° trim.	5.162,7	365,9	1.858,8	164,8	1.693,9	1.670,4	720,3	197,1	350,2
2° trim.	5.017,4	359,6	1.808,2	157,5	1.650,7	1.624,6	691,2	204,9	328,8
3° trim.	4.715,2	377,4	1.748,3	148,1	1.600,1	1.411,5	641,9	202,8	333,4
4° trim.	4.232,3	352,1	1.687,9	132,4	1.555,5	1.132,7	566,7	200,2	292,7
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	344,6	1.699,3	121,7	1.577,6	1.044,4	529,7	202,3	275,3

2. Passività

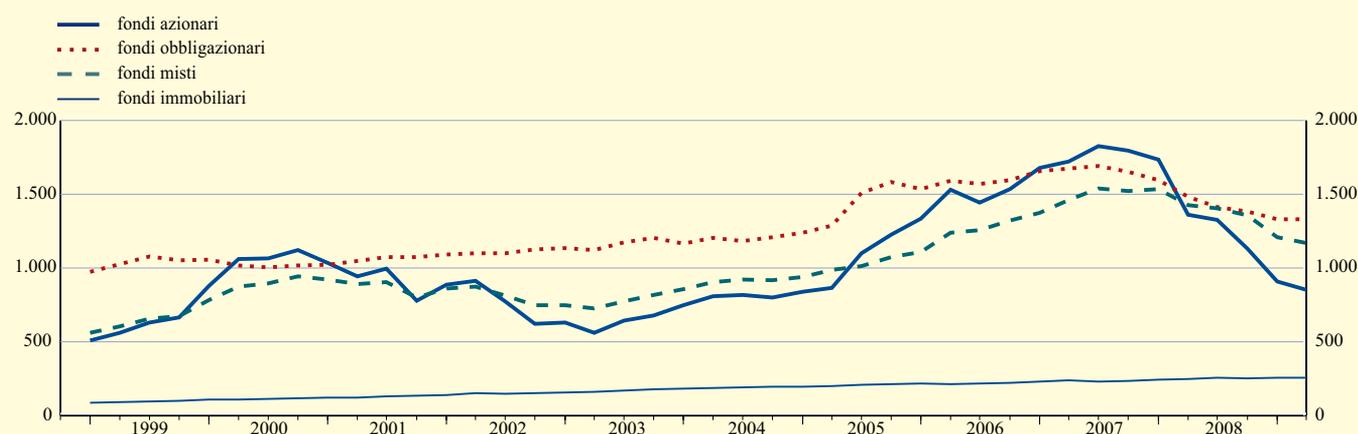
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2008 1° trim.	5.162,7	76,4	4.848,6	237,7
2° trim.	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
3° trim.	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
4° trim.	4.232,3	64,7	3.983,1	184,5
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	74,6	3.836,6	184,4

3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale 1	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8	
2007 4° trim.	5.783,4	1.735,7	1.597,4	1.535,8	244,3	670,2	4.346,8	1.436,7	
2008 1° trim.	5.162,7	1.362,8	1.483,8	1.428,1	249,7	638,3	3.780,2	1.382,5	
2° trim.	5.017,4	1.325,4	1.413,9	1.405,6	256,3	616,2	3.649,3	1.368,1	
3° trim.	4.715,2	1.132,4	1.383,2	1.359,3	253,2	587,1	3.343,0	1.372,3	
4° trim.	4.232,3	908,4	1.330,8	1.210,8	257,1	525,2	2.950,7	1.281,6	
2009 1° trim. ^(p)	4.095,6	854,6	1.330,8	1.170,6	257,4	482,2	2.825,4	1.270,2	

FIS Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2007 4° trim.	1.735,7	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,4	79,5	-	-61,9
2008 1° trim.	1.362,8	51,3	63,1	21,3	41,8	1.131,0	65,7	-	-51,7
2° trim.	1.325,4	54,3	65,1	22,0	43,1	1.088,7	65,7	-	-51,6
3° trim.	1.132,4	48,3	61,3	20,2	41,1	915,3	57,2	-	-50,2
4° trim.	908,4	37,3	65,2	19,4	45,8	715,4	47,2	-	-43,3
2009 1° trim. ^(p)	854,6	38,8	63,8	16,5	47,3	660,7	45,2	-	-46,1
Fondi obbligazionari									
2007 4° trim.	1.597,4	116,1	1.273,6	92,8	1.180,8	58,0	49,8	-	-99,8
2008 1° trim.	1.483,8	124,7	1.168,2	80,3	1.087,9	56,8	45,5	-	-88,6
2° trim.	1.413,9	115,9	1.118,8	74,6	1.044,2	57,9	42,7	-	-78,6
3° trim.	1.383,2	128,7	1.074,0	67,9	1.006,1	55,7	41,3	-	-83,5
4° trim.	1.330,8	122,2	1.034,2	62,2	971,9	57,5	36,4	-	-80,5
2009 1° trim. ^(p)	1.330,8	117,5	1.044,6	62,1	982,5	49,1	38,6	-	-80,9
Fondi misti									
2007 4° trim.	1.535,8	89,8	547,2	47,3	499,8	393,2	343,7	0,7	161,4
2008 1° trim.	1.428,1	97,9	528,1	46,4	481,8	339,5	314,0	1,2	147,3
2° trim.	1.405,6	99,1	520,1	42,6	477,5	341,7	308,0	0,8	135,9
3° trim.	1.359,3	109,0	512,8	42,2	470,6	312,1	287,4	1,1	137,0
4° trim.	1.210,8	110,3	494,9	34,3	460,6	245,2	235,8	1,2	123,4
2009 1° trim. ^(p)	1.170,6	109,4	498,5	28,2	470,3	227,2	224,0	1,8	109,6
Fondi immobiliari									
2007 4° trim.	244,3	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 1° trim.	249,7	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
2° trim.	256,3	18,0	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,8
3° trim.	253,2	19,0	4,7	1,3	3,4	3,1	9,3	201,2	16,0
4° trim.	257,1	14,4	4,8	1,1	3,7	12,7	6,8	198,5	19,8
2009 1° trim. ^(p)	257,4	14,4	5,1	1,1	4,0	12,3	7,5	200,1	18,1

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2007 4° trim.	4.346,8	280,2	1.337,7	1.717,7	570,2	149,1	291,8
2008 1° trim.	3.780,2	278,0	1.219,2	1.362,3	514,7	154,1	252,0
2° trim.	3.649,3	264,9	1.178,3	1.327,0	486,0	155,0	238,1
3° trim.	3.343,0	265,4	1.105,7	1.140,8	441,4	152,4	237,3
4° trim.	2.950,7	244,6	1.037,6	933,0	382,6	146,7	206,2
2009 1° trim. ^(p)	2.825,4	243,5	1.029,9	864,7	342,8	144,5	199,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2007 4° trim.	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 1° trim.	1.382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
2° trim.	1.368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
3° trim.	1.372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
4° trim.	1.281,6	107,5	650,2	199,7	184,1	53,5	86,5
2009 1° trim. ^(p)	1.270,2	101,1	669,4	179,7	186,9	57,8	75,3

Fonte: BCE.

3

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale
(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						421,2
Saldo commerciale ¹⁾						11,0
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.047,9	102,7	663,6	52,0	229,7	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	24,2	2,7	14,2	3,6	3,8	
Consumo di capitale fisso	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Margine operativo lordo e reddito misto ¹⁾	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	777,7	42,7	288,7	380,7	65,6	109,5
Interessi	481,8	40,4	83,1	292,7	65,6	66,7
Altri redditi da capitale	295,8	2,3	205,6	87,9	0,0	42,8
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	231,0	201,3	23,9	5,6	0,2	1,3
Contributi sociali	403,2	403,2				0,6
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	422,2	1,4	15,6	31,7	373,6	0,7
Altri trasferimenti correnti	192,5	71,3	25,2	45,9	50,1	8,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,7	31,8	10,3	0,9	0,7	1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43,8			43,8		0,6
Altro	105,0	39,5	14,9	1,2	49,4	6,1
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.743,6	1.279,3			464,2	
Spese per consumi individuali	1.562,6	1.279,3			283,3	
Spese per consumi collettivi	181,0				181,0	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,3	0,1	0,2	15,0	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	456,1	140,8	256,2	12,9	46,3	
Investimenti fissi lordi	438,3	138,2	241,3	12,7	46,1	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	17,9	2,6	14,9	0,2	0,2	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,6	-1,4	1,3	0,1	0,6	-0,6
Trasferimenti in conto capitale	34,4	6,1	-0,2	1,2	27,3	3,7
Imposte in conto capitale	5,0	4,8	0,2	0,0	0,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,4	1,3	-0,3	1,2	27,3	3,7
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-54,3	83,8	-47,0	31,4	-122,5	54,3
Discrepanza statistica	0,0	13,1	-13,1	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						432,1
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.963,9	479,2	1.103,4	103,0	278,3	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	224,8					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.188,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	540,7	279,4	226,5	35,8	-0,9	
Redditi da lavoro dipendente	1.050,4	1.050,4				2,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	247,2				247,2	1,9
Redditi da capitale	763,5	262,2	96,0	383,9	21,3	123,6
Interessi	463,4	72,4	48,3	334,9	7,9	85,1
Altri redditi da capitale	300,1	189,9	47,8	49,1	13,4	38,5
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.824,2	1.549,3	33,8	39,0	202,0	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	231,9				231,9	0,4
Contributi sociali	402,7	1,1	15,6	47,4	338,6	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	419,6	419,6				3,4
Altri trasferimenti correnti	163,9	91,4	10,4	45,0	17,2	36,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	43,8			43,8		1,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	42,8	34,2	7,7	0,7	0,3	1,6
Altro	77,3	57,2	2,8	0,5	16,9	33,8
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.793,4	1.384,1	-4,7	48,2	365,8	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,3	15,3				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	49,9	120,0	-4,9	33,2	-98,4	55,2
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	351,0	94,5	199,1	11,6	45,7	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	35,9	14,8	16,0	0,7	4,4	2,2
Imposte in conto capitale	5,0				5,0	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	30,9	14,8	16,0	0,7	-0,6	2,2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2009								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.629,4	14.160,4	23.728,5	9.484,6	5.963,5	3.159,6	14.898,2
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				221,8				
Banconote, monete e depositi		6.120,0	1.835,6	2.393,9	1.800,1	874,8	641,5	4.206,6
Titoli di debito a breve termine		60,3	94,3	154,5	327,8	331,2	37,6	855,6
Titoli di debito a lungo termine		1.256,5	213,8	4.253,6	1.631,7	2.017,2	322,8	2.942,3
Prestiti		65,7	2.531,9	12.755,1	2.112,2	364,8	442,6	1.775,9
<i>di cui a lungo termine</i>		47,7	1.404,8	9.679,5	1.684,7	287,6	354,5	.
Azioni e altre partecipazioni		3.750,4	6.067,4	1.599,1	3.413,1	1.919,6	1.136,0	4.434,8
Azioni quotate		611,6	1.106,3	470,7	1.505,7	426,0	263,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.820,0	4.652,7	915,5	1.374,8	433,0	751,9	.
Quote di fondi di investimento		1.318,9	308,5	212,9	532,6	1.060,6	120,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.148,6	136,9	1,8	0,0	142,3	3,1	149,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		227,9	3.280,4	2.348,6	199,6	313,5	575,9	533,8
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		101,5	-5,9	-116,1	118,4	54,8	94,6	-131,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,9				0,9
Banconote, monete e depositi		27,3	-41,6	-223,9	59,4	-1,4	92,8	-188,2
Titoli di debito a breve termine		-14,8	-7,9	-9,1	3,2	7,4	-11,6	45,9
Titoli di debito a lungo termine		37,3	-18,0	161,2	9,7	32,3	-4,6	67,3
Prestiti		-1,1	80,9	-31,1	75,0	2,8	4,3	-31,9
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,1	62,4	19,9	76,9	10,6	4,4	.
Azioni e altre partecipazioni		12,4	77,2	-5,5	-35,3	2,8	10,5	21,6
Azioni quotate		3,0	26,7	-3,1	-30,7	-0,2	2,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,4	38,2	16,1	27,3	4,4	7,9	.
Quote di fondi di investimento		3,0	12,3	-18,4	-31,8	-1,3	0,2	.
Riserve tecniche di assicurazione		42,6	1,2	0,0	0,0	3,7	0,0	-10,5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-2,3	-97,8	-6,9	6,4	7,2	3,3	-36,4
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-264,6	-348,9	58,5	-91,9	-71,2	-44,1	-41,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				24,4				
Banconote, monete e depositi		14,4	-3,4	25,4	5,8	4,2	0,0	47,2
Titoli di debito a breve termine		-0,5	-0,2	-1,3	7,7	0,3	-0,5	0,9
Titoli di debito a lungo termine		-2,0	-8,7	13,6	-5,2	1,8	-1,1	0,0
Prestiti		0,0	8,3	23,1	6,1	-4,3	0,0	-1,3
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	5,6	15,6	4,1	-2,5	-0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-247,1	-389,9	-61,6	-107,5	-75,8	-40,1	-98,6
Azioni quotate		-89,5	-151,6	-50,4	-75,9	-33,1	-42,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-120,8	-225,0	-33,3	-54,5	-23,2	5,3	.
Quote di fondi di investimento		-36,8	-13,3	22,1	22,9	-19,5	-3,4	.
Riserve tecniche di assicurazione		-36,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		7,2	45,1	34,8	1,2	2,6	-2,5	7,8
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		16.466,3	13.805,6	23.670,9	9.511,0	5.947,1	3.210,0	14.724,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				245,2				
Banconote, monete e depositi		6.161,7	1.790,6	2.195,4	1.865,3	877,7	734,4	4.065,6
Titoli di debito a breve termine		45,0	86,2	144,2	338,6	338,9	25,6	902,4
Titoli di debito a lungo termine		1.291,9	187,1	4.428,4	1.636,2	2.051,2	317,1	3.009,5
Prestiti		64,6	2.621,1	12.747,2	2.193,4	363,3	446,8	1.742,7
<i>di cui a lungo termine</i>		46,7	1.472,8	9.715,0	1.765,7	295,8	358,8	.
Azioni e altre partecipazioni		3.515,8	5.754,8	1.532,0	3.270,3	1.846,6	1.106,4	4.357,8
Azioni quotate		525,1	981,4	417,1	1.399,1	392,7	223,5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.705,5	4.465,9	898,3	1.347,6	414,2	765,1	.
Quote di fondi di investimento		1.285,1	307,5	216,6	523,6	1.039,7	117,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.154,6	138,1	1,9	0,0	146,1	3,1	141,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		232,8	3.227,6	2.376,6	207,2	323,2	576,6	505,2
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
1° trim. 2009								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.357,4	22.408,4	23.111,9	9.233,0	6.114,7	7.468,4	13.108,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,0	14.889,7	23,5	1,9	254,6	2.676,9
Titoli di debito a breve termine			281,6	327,3	125,8	10,9	847,7	268,0
Titoli di debito a lungo termine			453,9	2.767,8	2.084,2	32,3	4.704,3	2.595,5
Prestiti		5.688,0	8.207,0		1.735,4	212,8	1.257,4	2.947,5
<i>di cui a lungo termine</i>		5.354,4	5.600,8		805,1	72,1	1.071,6	.
Azioni e altre partecipazioni			10.273,1	2.445,9	5.057,2	459,6	4,3	4.080,3
Azioni quotate			2.866,1	375,2	111,7	165,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.407,0	917,7	1.015,7	293,6	4,3	.
Quote di fondi di investimento				1.153,0	3.929,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,6	328,7	61,9	0,6	5.156,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		635,7	2.838,0	2.619,3	206,2	240,4	399,6	540,3
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.568,0	10.272,0	-8.248,0	616,6	251,5	-151,2	-4.308,9	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		4,6	54,2	-163,1	114,5	74,3	217,1	-185,6
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,3	-92,4	-2,0	0,2	-8,9	-172,6
Titoli di debito a breve termine			0,7	-74,7	-20,9	-0,2	95,4	12,7
Titoli di debito a lungo termine			17,6	31,7	130,4	2,1	154,2	-50,9
Prestiti		-10,2	30,4		55,3	2,9	-1,8	22,2
<i>di cui a lungo termine</i>		-2,6	79,1		18,6	0,6	-7,3	.
Azioni e altre partecipazioni			58,9	68,3	-49,3	1,3	0,0	4,5
Azioni quotate			9,6	9,6	0,1	0,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			49,2	6,0	20,0	1,3	0,0	.
Quote di fondi di investimento				52,7	-69,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	0,2	1,7	0,2	34,8	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		14,7	-53,9	-97,8	0,8	33,1	-21,8	-1,6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-54,3	96,9	-60,1	47,0	3,8	-19,4	-122,5	54,3
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		1,6	-636,1	87,1	-100,5	-115,5	8,5	-73,1
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	67,4	0,0	0,0	-0,1	26,3
Titoli di debito a breve termine			2,1	5,1	0,4	0,0	-0,7	-0,5
Titoli di debito a lungo termine			1,0	5,9	-12,1	-3,7	6,9	0,3
Prestiti		0,6	12,5		17,3	3,4	0,3	-2,3
<i>di cui a lungo termine</i>		1,8	12,3		12,7	2,8	0,3	.
Azioni e altre partecipazioni			-695,0	-69,1	-114,0	-58,2	-0,1	-84,1
Azioni quotate			-358,6	-66,9	-21,6	-42,8	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-336,4	0,4	-25,0	-15,3	-0,1	.
Quote di fondi di investimento				-2,6	-67,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	-33,9	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		1,0	43,3	77,7	7,9	-23,1	2,3	-12,9
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-7,3	-266,2	287,3	-28,6	8,6	44,3	-52,7	31,7
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.363,6	21.826,5	23.035,8	9.247,1	6.073,5	7.694,1	12.849,8
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			26,3	14.864,8	21,5	2,1	245,6	2.530,6
Titoli di debito a breve termine			284,4	257,7	105,3	10,7	942,4	280,3
Titoli di debito a lungo termine			472,5	2.805,4	2.202,5	30,7	4.865,5	2.544,9
Prestiti		5.678,5	8.249,9		1.808,1	219,1	1.256,0	2.967,5
<i>di cui a lungo termine</i>		5.353,6	5.692,2		836,5	75,5	1.064,7	.
Azioni e altre partecipazioni			9.637,0	2.445,1	4.894,0	402,8	4,2	4.000,7
Azioni quotate			2.517,1	318,0	90,1	122,4	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.119,9	924,0	1.010,7	279,6	4,2	.
Quote di fondi di investimento				1.203,1	3.793,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,7	328,9	63,6	0,8	5.157,7	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		651,4	2.827,4	2.599,2	215,0	250,4	380,0	525,8
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.629,6	10.102,7	-8.020,9	635,1	263,9	-126,4	-4.484,0	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2005	2006	2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.905,8	4.068,0	4.252,2	4.300,7	4.350,5	4.395,5	4.429,5	4.435,0
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	129,9	129,6	137,6	137,2	137,6	138,6	135,2	133,7
Consumo di capitale fisso	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> ¹⁾	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.616,1	3.039,9	3.562,1	3.667,3	3.774,7	3.862,4	3.890,9	3.805,8
Interessi	1.346,6	1.644,5	2.033,5	2.123,1	2.203,2	2.275,5	2.299,4	2.225,5
Altri redditi da capitale	1.269,5	1.395,4	1.528,6	1.544,2	1.571,5	1.586,9	1.591,5	1.580,4
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	935,6	1.027,8	1.111,6	1.128,3	1.140,0	1.142,1	1.124,9	1.116,1
Contributi sociali	1.477,8	1.539,7	1.598,3	1.613,9	1.630,2	1.648,0	1.662,8	1.671,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.504,8	1.554,6	1.598,3	1.611,3	1.626,5	1.645,7	1.663,0	1.686,3
Altri trasferimenti correnti	710,3	718,4	746,2	756,6	764,9	768,2	776,2	772,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	178,8	177,7	181,5	182,1	183,5	184,2	184,9	183,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Altro	351,9	362,8	383,7	393,0	398,1	399,9	405,8	405,7
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.358,5	6.632,0	6.888,9	6.960,7	7.038,3	7.110,9	7.148,4	7.157,6
Spese per consumi individuali	5.693,0	5.947,5	6.177,7	6.241,6	6.309,1	6.373,0	6.402,6	6.402,6
Spese per consumi collettivi	665,5	684,6	711,1	719,1	729,2	737,9	745,8	754,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	60,8	59,3	60,1	61,3	64,1	66,1	66,8	67,8
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.715,7	1.872,0	2.017,6	2.039,5	2.064,8	2.084,7	2.079,5	2.016,3
Investimenti fissi lordi	1.710,1	1.855,9	1.995,9	2.016,6	2.044,3	2.061,1	2.043,7	1.992,0
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	5,6	16,0	21,7	23,0	20,5	23,6	35,8	24,4
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,1	0,5	-0,1	0,1	0,4	0,4	0,5	0,9
Trasferimenti in conto capitale	182,6	175,5	163,1	163,4	167,8	161,7	162,3	160,8
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Altri trasferimenti in conto capitale	158,1	152,9	139,3	140,1	144,2	137,8	138,7	137,5
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	7,9	-25,6	12,2	-6,6	-33,7	-62,1	-98,4	-131,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2005	2006	2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.296,8	7.631,6	8.032,4	8.121,7	8.219,3	8.288,2	8.315,0	8.260,9
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	845,4	914,2	958,9	958,2	954,3	952,3	945,4	928,6
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.142,1	8.545,8	8.991,3	9.079,8	9.173,6	9.240,4	9.260,4	9.189,4
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.075,9	2.190,4	2.332,4	2.358,9	2.390,5	2.397,9	2.380,1	2.307,8
Redditi da lavoro dipendente	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	988,1	1.055,0	1.103,1	1.100,3	1.096,7	1.095,9	1.085,3	1.066,9
Redditi da capitale	2.609,0	3.031,2	3.555,9	3.652,7	3.743,5	3.827,1	3.836,8	3.738,9
Interessi	1.319,4	1.618,2	1.993,6	2.075,0	2.148,1	2.217,6	2.239,1	2.163,2
Altri redditi da capitale	1.289,7	1.413,1	1.562,4	1.577,7	1.595,4	1.609,5	1.597,7	1.575,7
<i>Risparmio nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.969,8	7.312,0	7.689,2	7.753,4	7.814,6	7.862,1	7.848,9	7.750,6
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	939,4	1.032,8	1.119,1	1.135,7	1.147,8	1.149,7	1.132,8	1.123,9
Contributi sociali	1.477,1	1.538,9	1.597,6	1.613,1	1.629,4	1.647,2	1.661,9	1.670,8
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.497,0	1.546,3	1.589,0	1.601,9	1.616,8	1.636,1	1.653,0	1.676,1
Altri trasferimenti correnti	628,2	631,2	653,8	659,7	666,4	672,2	677,0	674,0
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179,6	177,9	181,0	181,6	183,3	184,1	185,4	183,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177,3	175,1	178,7	179,3	180,6	181,2	182,0	179,8
Altro	271,3	278,2	294,1	298,8	302,6	307,0	309,6	310,8
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.882,9	7.220,6	7.594,3	7.653,6	7.713,4	7.763,4	7.746,8	7.649,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61,0	59,6	60,3	61,5	64,3	66,3	67,0	67,9
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	524,7	588,8	705,7	693,1	675,3	652,6	598,5	491,7
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.185,2	1.243,6	1.310,3	1.324,9	1.340,7	1.356,1	1.370,3	1.384,4
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	196,2	189,9	176,9	178,6	183,3	176,0	175,2	170,9
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	23,7	23,3	23,6	23,9	23,6	23,3
Altri trasferimenti in conto capitale	171,8	167,4	153,1	155,2	159,7	152,0	151,6	147,7
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.3 Famiglie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2005	2006	2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.912,8	4.075,3	4.260,0	4.308,8	4.358,6	4.403,7	4.437,5	4.442,8
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.331,0	1.407,3	1.486,6	1.506,2	1.525,8	1.541,9	1.550,8	1.540,2
Interessi attivi (+)	230,6	269,1	306,1	316,9	328,9	339,5	342,1	332,2
Interessi passivi (-)	130,8	165,5	209,4	217,6	226,0	233,1	231,9	216,0
Altri redditi da capitali attivi (+)	717,8	761,2	802,5	806,5	813,7	819,6	812,8	811,1
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,5	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7	9,7	9,8
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	741,0	793,4	851,9	866,7	882,4	889,7	892,3	889,8
Contributi sociali netti (-)	1.473,9	1.535,6	1.594,0	1.609,6	1.625,9	1.643,6	1.658,4	1.667,3
Prestazioni sociali nette (+)	1.491,8	1.540,9	1.583,3	1.596,2	1.611,1	1.630,3	1.647,2	1.670,3
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,8	67,4	70,7	71,2	74,2	75,6	77,3	77,9
= Reddito lordo disponibile	5.395,6	5.616,9	5.844,1	5.902,0	5.968,2	6.034,4	6.075,5	6.091,7
Spese per consumi finali (-)	4.693,4	4.899,7	5.088,5	5.141,3	5.193,7	5.246,2	5.262,1	5.249,2
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60,6	59,2	59,8	61,1	63,8	65,8	66,5	67,5
= Risparmio lordo	762,8	776,4	815,4	821,8	838,3	854,0	880,0	910,0
Consumo di capitale fisso (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	24,1	22,3	15,0	15,9	16,4	16,6	16,4	16,0
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾ (+)	510,6	563,9	37,3	-760,9	-1.167,5	-1.346,4	-1.785,1	-1.417,9
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	546,6	600,4	639,4	643,8	645,3	644,3	635,1	617,2
Consumo di capitale fisso (-)	318,7	336,4	354,6	358,3	362,7	366,3	368,8	372,3
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	206,4	305,7	421,0	443,8	421,5	427,5	438,0	386,0
Banconote, monete e depositi	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8	400,4
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6	2,1
Titoli di debito ²⁾	-20,3	20,8	31,6	24,8	24,6	22,5	10,8	-16,5
Attività a lungo	426,0	350,1	186,9	122,4	123,6	71,4	33,1	78,7
Depositi	-4,7	0,8	-29,5	-34,8	-35,9	-39,7	-32,4	-18,3
Titoli di debito	0,5	69,9	9,7	29,6	60,5	69,1	49,0	59,6
Azioni e altre partecipazioni	136,6	-33,7	-61,8	-119,2	-127,5	-169,2	-158,2	-122,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	70,3	-11,1	8,8	-20,2	-13,6	-31,6	-17,0	0,1
Quote di fondi comuni di investimento	66,2	-22,5	-70,5	-99,0	-113,9	-137,6	-141,2	-122,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	293,7	313,1	268,5	246,7	226,5	211,1	174,6	159,6
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	397,7	396,8	351,1	318,1	288,1	251,2	200,6	141,7
di cui da IFM dell'area dell'euro	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9	17,2
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	446,5	509,9	10,9	-681,4	-1.024,3	-1.065,1	-1.394,2	-1.111,6
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	105,5	54,7	-2,0	-80,2	-129,9	-182,7	-250,7	-210,6
Flussi netti restanti (+)	-35,7	-61,3	-37,4	-53,3	-60,9	-120,0	-149,5	-109,9
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	978,9	1.026,3	513,1	-281,5	-675,5	-842,1	-1.257,6	-864,2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.486,5	4.747,9	5.209,4	5.362,3	5.482,8	5.540,0	5.714,6	5.787,8
Banconote, monete e depositi	4.174,1	4.454,2	4.844,2	4.937,1	5.055,3	5.104,9	5.313,7	5.377,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4	352,0
Titoli di debito ²⁾	16,1	36,1	69,2	78,1	81,1	86,4	73,5	58,1
Attività a lungo	10.933,2	11.902,7	12.066,4	11.401,5	11.125,1	10.760,6	10.278,0	10.034,6
Depositi	936,9	942,2	875,6	832,3	821,9	803,5	806,3	784,1
Titoli di debito	1.199,5	1.280,0	1.293,0	1.309,9	1.294,8	1.258,7	1.243,3	1.278,8
Azioni e altre partecipazioni	4.549,8	5.065,7	5.016,4	4.400,4	4.130,1	3.839,6	3.423,0	3.163,8
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.203,3	3.643,8	3.637,8	3.189,2	2.970,6	2.756,7	2.431,6	2.230,7
Quote di fondi di investimento	1.346,5	1.421,8	1.378,7	1.211,1	1.159,5	1.083,0	991,4	933,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.247,1	4.614,8	4.881,3	4.859,0	4.878,3	4.858,7	4.805,3	4.808,0
Restanti attività finanziarie (+)	77,7	60,8	16,6	-3,5	-4,4	5,6	-32,5	-41,2
Passività (-)								
Prestiti	4.763,2	5.159,6	5.494,9	5.542,0	5.607,0	5.655,1	5.688,0	5.678,5
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.201,0	4.553,0	4.824,7	4.860,8	4.887,0	4.938,3	4.901,4	4.879,6
= Ricchezza finanziaria netta	10.734,3	11.551,8	11.797,4	11.218,3	10.996,5	10.651,1	10.272,0	10.102,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Escluse le variazioni nel reddito netto dovute a altre variazioni in attività non finanziarie come le rivalutazioni di immobili residenziali.

2) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2005	2006	2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.175,6	4.380,6	4.631,9	4.683,7	4.740,1	4.777,8	4.780,5	4.722,8
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.478,4	2.591,8	2.719,7	2.754,1	2.784,9	2.814,5	2.835,3	2.831,5
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	73,0	75,9	81,3	81,7	82,4	83,5	80,4	79,0
= Margine operativo lordo (+)	1.624,1	1.712,9	1.830,8	1.848,0	1.872,8	1.879,8	1.864,8	1.812,2
Consumo di capitale fisso (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
= Margine operativo netto (+)	952,0	1.009,7	1.089,5	1.098,2	1.113,9	1.111,5	1.087,2	1.026,2
Redditi da capitale attivi (+)	437,3	496,1	574,4	587,1	602,3	610,7	614,1	593,8
Interessi attivi	136,7	162,5	197,6	207,3	215,9	221,2	223,7	217,0
Altri redditi da capitale	300,6	333,6	376,8	379,8	386,4	389,5	390,4	376,8
Interest and rents payable (-)	236,3	282,1	339,0	357,7	375,7	392,2	403,0	392,9
= Reddito lordo di impresa (+)	1.153,1	1.223,7	1.324,9	1.327,5	1.340,5	1.329,9	1.298,2	1.227,0
Utili distribuiti (-)	882,6	953,2	1.021,3	1.025,1	1.048,7	1.057,9	1.058,5	1.059,0
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	149,6	189,2	211,8	213,8	213,9	210,0	192,4	187,4
Contributi sociali da riscuotere (+)	72,8	74,7	64,9	63,8	63,3	63,2	62,9	63,0
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,7	60,5	62,4	62,7	62,5	62,4	62,3	62,2
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	61,9	65,9	57,3	57,2	58,2	57,9	57,1	56,8
= Risparmio netto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	255,6	311,1	366,6	372,5	380,5	388,5	376,0	320,0
Investimenti fissi lordi (+)	920,5	994,0	1.084,1	1.098,6	1.118,5	1.133,6	1.119,9	1.084,5
Consumo di capitale fisso (-)	672,1	703,2	741,3	749,8	759,0	768,3	777,6	786,1
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	7,2	20,2	23,9	23,8	21,0	23,2	33,6	21,6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	128,3	164,1	161,9	164,2	121,4	94,3	47,8	-26,8
Banconote, monete e depositi	113,6	146,1	154,9	127,7	115,9	90,2	16,5	-11,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5	19,4
Titoli di debito	6,3	15,4	25,2	46,5	14,8	-3,8	-0,2	-35,1
Attività a lungo	370,2	475,2	474,1	497,9	500,7	538,1	641,2	640,0
Depositi	28,0	28,5	24,3	5,3	-25,6	2,8	10,7	17,1
Titoli di debito	-34,9	1,2	-48,2	-88,2	-105,7	-60,2	-36,6	3,5
Azioni e altre partecipazioni	242,8	261,8	328,0	367,5	389,0	353,7	354,1	325,5
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	134,4	183,7	169,9	213,3	242,9	241,8	313,0	293,9
Restanti attività nette (+)	105,6	165,2	208,9	137,5	62,9	-9,1	-78,2	-149,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	447,0	757,4	802,5	778,6	733,6	734,4	668,8	553,3
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0	284,9
di cui titoli di debito	13,6	40,1	40,2	37,4	15,9	38,2	42,6	52,4
Azioni e altre partecipazioni	279,7	256,1	304,3	292,4	241,5	199,4	249,7	225,7
Azioni quotate	104,1	42,0	42,2	23,5	-12,6	-29,2	1,8	9,9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	175,6	214,1	262,1	269,0	254,1	228,6	247,9	215,7
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	62,0	72,5	68,4	69,6	73,6	75,7	75,5	77,9
= Risparmio netto	71,0	29,6	37,2	32,5	20,5	5,0	-9,2	-75,4
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.517,5	1.675,2	1.820,4	1.842,2	1.845,0	1.855,2	1.871,4	1.841,0
Banconote, monete e depositi	1.229,3	1.367,0	1.519,3	1.506,6	1.534,6	1.548,7	1.553,5	1.517,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8	204,1
Titoli di debito ¹⁾	111,8	123,3	139,1	152,6	127,2	122,1	128,1	119,9
Attività a lungo	8.667,0	10.024,9	10.750,3	10.098,1	9.897,4	9.630,1	8.871,7	8.598,8
Depositi	191,2	223,6	266,8	256,8	243,3	268,7	282,1	273,6
Titoli di debito	281,5	282,9	236,3	170,6	160,9	167,8	180,1	153,5
Azioni e altre partecipazioni	6.328,5	7.486,0	8.025,8	7.355,1	7.112,3	6.755,7	5.877,6	5.550,7
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.865,9	2.032,4	2.221,5	2.315,7	2.380,9	2.437,9	2.531,9	2.621,1
Restanti attività nette	386,5	457,0	638,9	642,0	599,6	608,6	605,3	564,6
Passività								
Debito	7.097,8	7.834,6	8.593,8	8.749,4	8.957,7	9.117,0	9.271,2	9.335,8
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.429,3	3.878,8	4.418,2	4.559,5	4.683,3	4.775,9	4.841,9	4.843,0
di cui titoli di debito	675,7	694,5	695,1	696,0	701,3	716,1	735,5	757,0
Azioni e altre partecipazioni	10.974,7	12.938,0	13.932,0	12.581,4	12.141,1	11.377,0	10.273,1	9.637,0
Azioni quotate	3.712,2	4.491,5	5.008,5	4.229,2	3.999,5	3.459,8	2.866,1	2.517,1
Azioni non quotate e altre partecipazioni	7.262,5	8.446,5	8.923,5	8.352,2	8.141,7	7.917,2	7.407,0	7.119,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2005	2006	2007	2° trim. 2007- 1° trim. 2008	3° trim. 2007- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	25,6	64,8	87,8	110,0	102,8	88,8	106,7	50,7
Banconote, monete e depositi	7,2	11,0	6,4	32,7	35,7	32,1	59,1	18,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2	13,6
Titoli di debito ¹⁾	18,9	50,2	78,3	61,6	52,9	35,8	25,3	18,4
Attività a lungo	284,3	317,1	220,4	214,1	172,9	156,3	131,9	111,6
Depositi	17,2	76,8	51,5	27,8	15,8	0,6	-1,2	9,9
Titoli di debito	133,1	126,7	92,9	83,0	74,1	90,4	70,1	72,6
Prestiti	-4,1	2,5	-13,6	20,2	16,3	20,0	30,3	6,3
Azioni quotate	30,8	-1,4	-5,8	-2,9	-1,7	-9,4	-6,0	-4,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19,9	28,6	29,6	44,7	39,7	41,7	34,3	26,0
Quote di fondi comuni di investimento	87,4	84,1	65,8	41,3	28,5	12,8	4,5	1,2
Restanti attività finanziarie (+)	12,2	3,2	-26,7	-20,9	-17,4	-7,8	23,7	-5,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-0,4	5,7	3,9	4,4	5,1	5,4	9,3	9,8
Prestiti	17,3	35,9	21,7	44,0	18,1	4,1	21,7	-9,9
Azioni e altre partecipazioni	10,6	11,5	1,7	-0,9	-1,9	-7,1	3,6	4,5
Riserve tecniche di assicurazione	335,5	323,9	287,0	269,6	252,2	237,8	193,1	160,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	292,8	310,0	283,3	264,3	242,1	222,5	179,0	152,1
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	42,6	14,0	3,6	5,4	10,2	15,3	14,2	8,1
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	190,7	180,5	-12,0	-218,4	-327,5	-399,1	-540,5	-437,6
Altre attività nette	76,1	-34,5	-58,7	-1,9	-19,1	-27,8	35,0	27,1
Altre variazioni nelle passività (-)	118,4	35,0	-31,4	-92,7	-148,2	-146,7	-187,7	-188,4
Azioni e altre partecipazioni	137,8	52,9	-3,3	-80,8	-132,3	-188,5	-255,5	-215,5
Riserve tecniche di assicurazione	146,9	56,2	-2,8	-78,1	-127,6	-180,8	-246,2	-208,6
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	-9,1	-3,3	-0,4	-2,7	-4,7	-7,7	-9,3	-6,9
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	10,6	58,2	-36,0	-46,8	-66,1	-91,6	-62,3	-6,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	437,2	509,4	591,2	650,1	659,3	664,1	702,3	707,8
Banconote, monete e depositi	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6	216,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2	109,9
Titoli di debito ¹⁾	215,0	270,8	344,1	362,2	381,9	376,3	373,5	381,1
Attività a lungo	4.608,2	5.045,0	5.198,6	5.102,6	5.039,0	4.974,1	4.805,3	4.770,0
Depositi	524,7	602,4	650,6	649,3	653,4	648,7	648,2	660,8
Titoli di debito	1.776,4	1.848,5	1.893,5	1.941,7	1.921,2	1.966,9	1.974,9	2.009,1
Prestiti	353,5	351,2	331,8	359,1	355,0	356,9	364,8	363,3
Azioni quotate	653,3	725,1	708,3	613,9	595,1	536,3	426,0	392,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	392,8	471,0	506,5	485,5	468,7	455,7	433,0	414,2
Quote di fondi comuni di investimento	907,5	1.046,9	1.107,9	1.053,1	1.045,7	1.009,6	958,4	929,8
Restanti attività finanziarie (+)	176,9	203,3	171,9	192,0	176,9	175,5	213,5	216,9
Passività (-)								
Titoli di debito	21,3	35,9	35,2	35,8	36,5	36,7	43,2	41,5
Prestiti	136,4	167,7	187,2	221,6	211,4	206,7	212,8	219,1
Azioni e altre partecipazioni	626,9	673,4	643,6	586,6	548,3	527,1	459,6	402,8
Riserve tecniche di assicurazione	4.558,7	4.935,5	5.219,2	5.213,0	5.237,5	5.221,3	5.156,8	5.157,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	3.892,0	4.258,2	4.538,7	4.526,1	4.547,7	4.530,5	4.471,5	4.469,6
Riserve premi e riserve sinistri	666,7	677,3	680,5	686,9	689,8	690,8	685,4	688,1
= Ricchezza finanziaria netta	-121,0	-54,7	-123,5	-112,3	-158,5	-178,0	-151,2	-126,4

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

MERCATI FINANZIARI

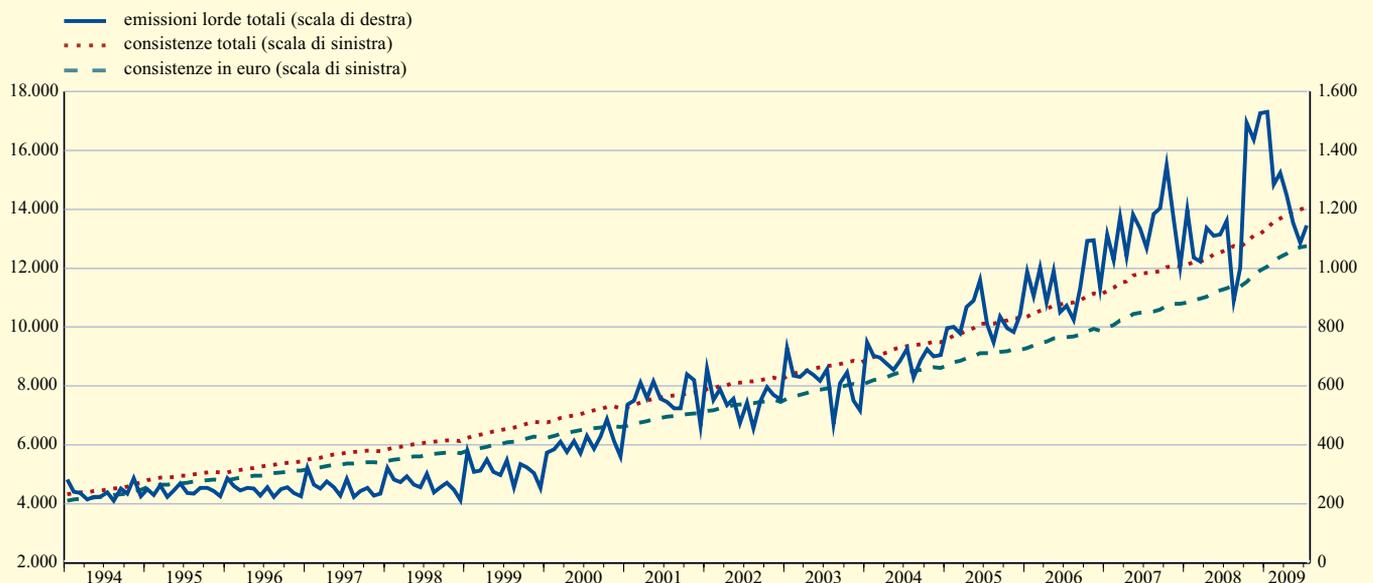
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi	12
	Totale											
2008 lug.	13.506,6	1.139,6	11,2	11.308,9	1.073,9	55,6	12.614,3	1.160,7	75,0	7,1	100,9	7,1
ago.	13.632,4	880,7	123,0	11.416,8	816,0	105,2	12.744,0	889,5	110,5	7,8	146,5	9,0
set.	13.635,5	1.022,1	1,5	11.384,4	930,5	-33,7	12.704,1	1.001,3	-43,2	7,0	8,1	8,7
ott.	13.733,5	1.454,3	97,4	11.535,3	1.417,3	150,3	12.903,2	1.494,5	145,4	6,9	119,4	9,5
nov.	13.953,5	1.422,3	218,5	11.764,4	1.369,7	227,9	13.098,0	1.437,1	213,9	8,1	193,3	11,0
dic.	14.139,1	1.537,5	189,1	11.916,6	1.448,8	155,9	13.170,4	1.526,0	142,6	9,5	228,7	13,1
2009 gen.	14.239,2	1.500,7	95,5	12.057,3	1.451,4	137,1	13.372,6	1.530,0	146,3	10,1	104,4	13,1
feb.	14.431,3	1.259,2	189,7	12.243,3	1.200,0	183,8	13.576,0	1.285,5	203,4	11,1	156,1	13,1
mar.	14.606,0	1.318,0	173,2	12.382,0	1.229,8	137,3	13.680,3	1.323,1	148,3	11,9	132,9	15,2
apr.	14.683,8	1.230,4	77,5	12.482,8	1.164,1	100,4	13.794,3	1.247,1	108,4	12,1	90,6	14,6
mag.	14.888,5	1.157,4	205,3	12.653,6	1.068,0	171,6	13.930,3	1.154,4	166,8	12,0	106,9	12,9
giu.	14.973,9	1.082,7	87,2	12.711,9	1.004,0	59,9	13.996,9	1.086,8	73,0	11,9	91,5	10,5
lug.	.	.	.	12.761,1	1.066,2	51,9	14.060,7	1.146,0	67,4	11,7	101,2	10,4
	A lungo termine											
2008 lug.	12.113,9	208,9	25,2	10.055,9	178,6	30,1	11.154,0	196,7	35,7	5,3	68,4	5,7
ago.	12.203,1	160,0	87,2	10.133,8	133,8	76,1	11.252,6	149,2	76,8	6,1	121,4	7,7
set.	12.192,1	183,6	-10,2	10.111,8	145,5	-21,2	11.236,2	158,6	-31,6	5,7	0,8	7,5
ott.	12.216,6	199,0	24,8	10.147,8	182,8	36,3	11.329,3	195,4	30,8	5,3	32,9	6,7
nov.	12.393,7	275,5	174,4	10.325,3	253,9	175,0	11.486,8	262,8	166,1	6,2	138,5	8,0
dic.	12.572,4	362,9	179,8	10.496,5	328,3	172,7	11.581,0	340,0	153,4	7,3	165,0	9,7
2009 gen.	12.649,7	291,7	75,1	10.587,0	276,9	89,3	11.716,3	300,3	89,9	8,2	116,4	10,6
feb.	12.819,3	300,6	168,5	10.748,6	269,6	160,7	11.889,0	296,7	172,9	9,2	135,6	10,7
mar.	13.002,4	319,8	153,3	10.921,6	280,2	143,3	12.026,4	301,8	144,4	10,4	141,7	13,3
apr.	13.078,6	289,1	77,2	10.989,8	254,2	69,3	12.104,7	273,0	72,8	10,3	69,6	14,0
mag.	13.278,9	336,5	201,4	11.157,2	278,6	168,6	12.252,6	298,9	172,6	10,6	110,0	13,3
giu.	13.395,4	307,0	117,0	11.264,4	271,9	107,5	12.378,9	305,7	127,6	10,8	100,5	11,9
lug.	.	.	.	11.291,0	244,9	29,0	12.415,0	269,4	39,1	10,8	80,4	11,1

F16 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2007	12.066	5.046	1.506	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.170	5.268	1.929	696	4.937	340	1.177	817	74	100	162	24
2008 3° trim.	12.704	5.267	1.686	681	4.747	324	1.017	691	54	97	148	27
4° trim.	13.170	5.268	1.929	696	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 1° trim.	13.680	5.394	2.038	719	5.187	343	1.380	922	78	92	251	35
2° trim.	13.997	5.432	2.119	750	5.344	351	1.163	748	62	89	244	20
2009 apr.	13.794	5.423	2.072	730	5.219	350	1.247	806	65	90	259	26
mag.	13.930	5.459	2.100	742	5.280	350	1.154	744	67	88	239	17
giu.	13.997	5.432	2.119	750	5.344	351	1.087	693	54	88	235	16
lug.	14.061	5.447	2.153	763	5.344	353	1.146	718	68	94	250	14
A breve termine												
2007	1.287	787	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.589	822	61	115	566	25	962	723	26	92	101	19
2008 3° trim.	1.468	826	62	111	457	13	849	614	25	92	94	24
4° trim.	1.589	822	61	115	566	25	1.220	911	38	95	152	23
2009 1° trim.	1.654	838	41	98	659	18	1.080	806	17	74	156	27
2° trim.	1.618	785	37	84	696	16	870	631	14	69	143	13
2009 apr.	1.690	830	42	95	705	17	974	694	16	74	173	16
mag.	1.678	832	40	89	701	15	856	626	13	64	142	10
giu.	1.618	785	37	84	696	16	781	572	15	69	113	12
lug.	1.646	779	35	84	731	17	877	615	11	77	167	7
A lungo termine²⁾												
2007	10.779	4.259	1.469	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.581	4.446	1.868	581	4.371	315	215	95	48	8	61	4
2008 3° trim.	11.236	4.441	1.624	570	4.290	311	168	76	29	5	54	3
4° trim.	11.581	4.446	1.868	581	4.371	315	266	95	98	11	57	5
2009 1° trim.	12.026	4.555	1.997	621	4.528	324	300	116	61	18	96	8
2° trim.	12.379	4.647	2.082	666	4.648	336	293	117	47	20	101	7
2009 apr.	12.105	4.593	2.029	636	4.514	333	273	112	49	16	86	10
mag.	12.253	4.626	2.060	653	4.579	335	299	118	54	24	96	6
giu.	12.379	4.647	2.082	666	4.648	336	306	121	39	20	122	4
lug.	12.415	4.667	2.119	679	4.613	337	269	103	58	18	83	7
Di cui a lungo termine con tasso fisso												
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.614	2.328	636	445	3.955	250	119	48	9	6	53	3
2008 3° trim.	7.534	2.370	619	432	3.865	248	101	42	7	3	47	2
4° trim.	7.614	2.328	636	445	3.955	250	120	42	13	10	53	2
2009 1° trim.	7.934	2.398	703	487	4.094	252	208	72	27	18	86	5
2° trim.	8.243	2.495	748	532	4.209	259	207	71	23	19	90	5
2009 apr.	7.986	2.422	719	501	4.085	258	183	62	21	15	77	7
mag.	8.108	2.461	728	519	4.139	260	208	77	20	23	84	5
giu.	8.243	2.495	748	532	4.209	259	230	74	28	18	109	2
lug.	8.258	2.511	767	545	4.175	259	180	62	24	17	72	6
Di cui a lungo termine con tasso variabile												
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.479	1.723	1.202	126	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 3° trim.	3.229	1.698	978	129	362	61	53	24	21	2	4	1
4° trim.	3.479	1.723	1.202	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.589	1.756	1.269	124	369	70	75	32	34	0	5	3
2° trim.	3.620	1.739	1.308	124	374	75	65	30	24	1	7	2
2009 apr.	3.605	1.763	1.285	124	360	73	72	37	27	1	5	3
mag.	3.619	1.750	1.306	123	367	73	72	26	34	1	9	1
giu.	3.620	1.739	1.308	124	374	75	50	28	11	2	7	2
lug.	3.639	1.744	1.326	123	369	76	73	30	33	0	7	1

Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni del periodo considerato.

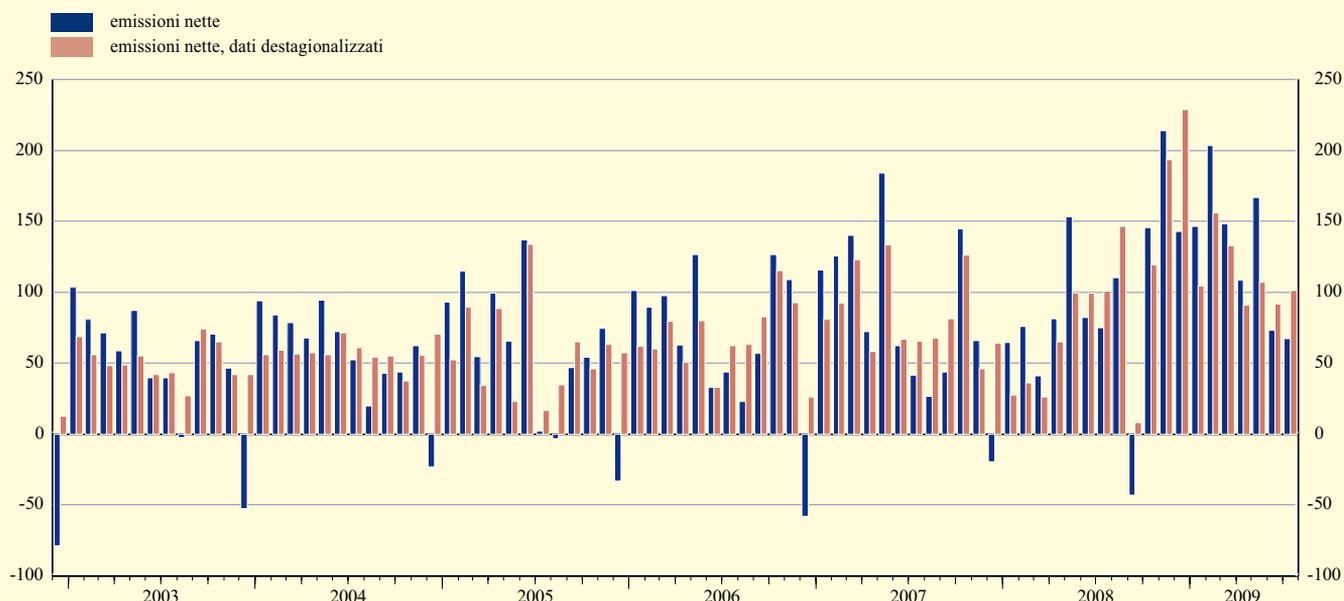
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2007	83,6	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,1	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,2	35,2	3,9	31,7	1,1	95,8	23,3	34,4	4,0	33,1	0,9
2008 3° trim.	47,4	10,9	18,6	2,0	14,7	1,2	85,2	20,0	32,9	4,7	25,3	2,2
4° trim.	167,3	11,4	81,6	6,0	63,0	5,3	180,4	21,6	56,5	9,0	90,7	2,8
2009 1° trim.	166,0	40,5	35,5	7,0	82,1	0,9	131,1	21,1	45,4	5,1	56,9	2,5
2° trim.	116,0	21,0	27,8	10,6	53,8	2,9	96,3	20,3	27,5	6,5	39,1	3,0
2009 apr.	108,4	28,0	31,7	10,2	31,3	7,2	90,6	16,2	37,4	6,4	23,9	6,8
mag.	166,8	54,2	33,2	13,5	66,0	-0,2	106,9	30,8	30,5	5,9	39,3	0,5
giu.	73,0	-19,4	18,3	8,1	64,1	1,8	91,5	13,8	14,6	7,3	54,0	1,7
lug.	67,4	18,0	34,6	12,3	0,3	2,2	101,2	13,5	48,2	12,4	24,5	2,7
A lungo termine												
2007	61,7	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,8	16,2	33,2	2,5	13,3	0,5	65,0	16,4	32,4	2,6	13,2	0,5
2008 3° trim.	26,9	7,4	15,2	2,6	1,3	0,5	63,5	16,2	29,6	4,1	12,2	1,5
4° trim.	116,8	2,9	81,8	4,4	26,2	1,5	112,1	12,5	57,2	4,7	37,0	0,7
2009 1° trim.	135,7	25,8	42,3	12,9	51,7	3,1	131,3	17,1	52,4	14,4	44,4	3,0
2° trim.	124,4	35,3	29,1	15,1	41,0	3,8	93,3	24,6	28,2	11,5	25,4	3,7
2009 apr.	72,8	36,1	30,5	13,2	-15,3	8,3	69,6	27,8	36,5	11,8	-14,3	7,7
mag.	172,6	47,3	35,2	19,0	69,0	2,2	110,0	24,5	30,9	12,4	39,6	2,5
giu.	127,6	22,5	21,7	13,2	69,3	1,0	100,5	21,5	17,3	10,2	50,8	0,8
lug.	39,1	23,3	36,7	12,5	-34,7	1,3	80,4	22,4	51,7	13,1	-8,7	1,9

F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

1) Medie mensili o dati mensili per le transazioni nel periodo considerato.

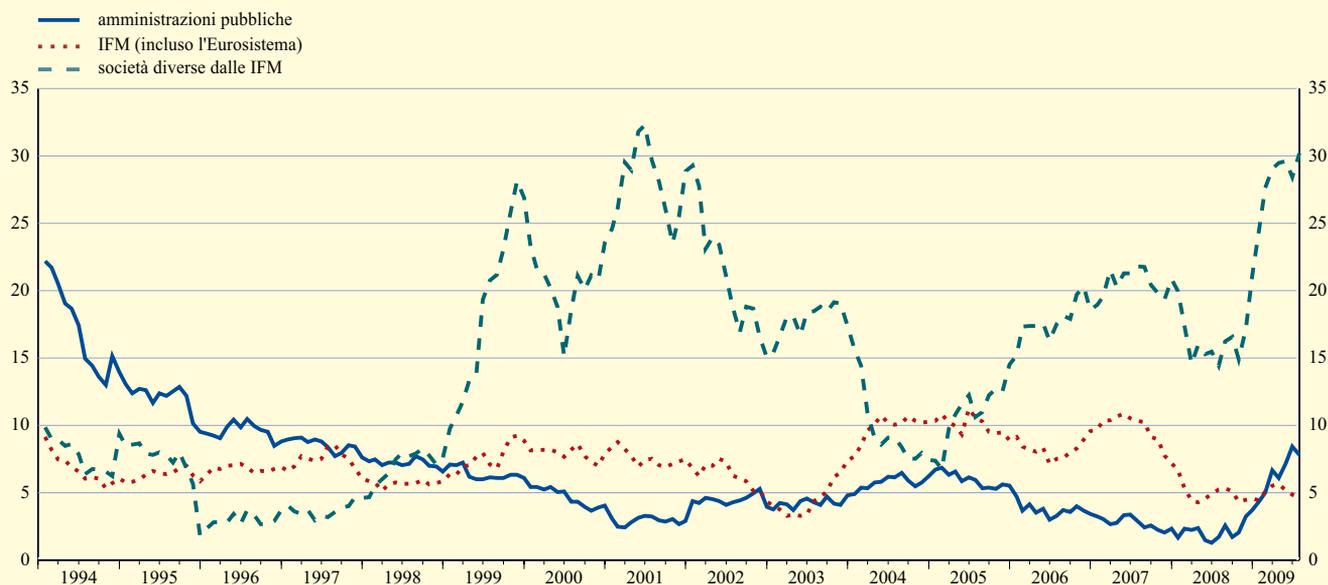
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2008 lug.	7,1	8,6	21,5	2,7	2,1	3,3	7,1	7,0	22,4	2,0	3,6	2,4
ago.	7,8	8,4	23,9	4,9	3,0	3,4	9,0	8,8	27,9	3,1	4,5	5,9
set.	7,0	6,9	23,8	6,0	2,6	2,3	8,7	8,1	28,4	5,3	3,9	5,9
ott.	6,9	5,3	21,0	4,3	5,0	2,8	9,5	6,7	25,8	5,1	8,2	9,9
nov.	8,1	5,7	24,0	4,2	6,7	2,8	11,0	5,1	30,8	4,9	12,5	7,1
dic.	9,5	5,5	28,0	7,2	8,4	3,9	13,1	4,8	35,7	12,7	15,5	9,6
2009 gen.	10,1	5,3	30,3	7,0	9,6	5,4	13,1	3,6	38,4	12,2	16,0	8,5
feb.	11,1	6,3	32,3	8,0	10,1	6,5	13,1	3,8	36,7	13,1	16,0	7,1
mar.	11,9	6,5	33,4	9,0	11,5	7,9	15,2	4,9	38,5	12,8	19,5	9,9
apr.	12,1	6,3	33,5	10,0	11,6	10,6	14,6	6,1	41,6	15,3	14,8	11,3
mag.	12,0	5,5	33,1	9,9	12,6	9,5	12,9	5,8	35,3	15,5	12,6	11,8
giu.	11,9	4,8	30,0	11,4	13,6	9,7	10,5	4,7	24,4	10,1	11,8	10,1
lug.	11,7	4,2	31,0	12,6	13,5	9,5	10,4	4,8	24,2	13,1	10,9	10,6
	A lungo termine											
2008 lug.	5,3	5,2	19,5	2,2	1,6	3,1	5,7	5,8	20,1	0,8	1,9	2,5
ago.	6,1	5,3	21,6	3,1	2,5	3,5	7,7	7,2	27,0	2,1	2,8	5,0
set.	5,7	5,1	21,5	4,5	1,7	2,2	7,1	7,1	27,1	5,5	1,9	4,3
ott.	5,3	4,3	19,3	3,8	2,1	1,4	6,7	6,0	23,8	4,5	2,1	5,5
nov.	6,2	4,5	22,6	3,2	3,4	1,3	8,0	4,6	29,6	3,6	5,2	3,0
dic.	7,3	4,6	27,0	5,5	3,8	2,1	9,7	4,0	35,8	9,7	7,1	4,3
2009 gen.	8,2	4,4	30,9	8,2	4,4	3,3	10,6	3,1	42,6	16,0	7,1	4,1
feb.	9,2	5,1	34,1	10,5	5,1	3,9	10,7	3,0	41,4	19,4	7,3	2,9
mar.	10,4	5,5	35,0	13,0	6,7	5,7	13,3	4,0	43,4	21,0	11,7	7,2
apr.	10,3	5,6	34,9	14,8	5,9	8,6	14,0	5,3	46,9	26,0	9,9	11,8
mag.	10,6	5,2	34,6	16,1	7,1	8,5	13,3	5,7	39,6	30,1	9,0	14,2
giu.	10,8	4,8	31,9	18,7	8,4	8,5	11,9	5,6	28,1	28,3	9,7	13,1
lug.	10,8	4,6	33,6	20,7	7,8	8,2	11,1	6,1	25,3	25,5	8,4	12,4

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



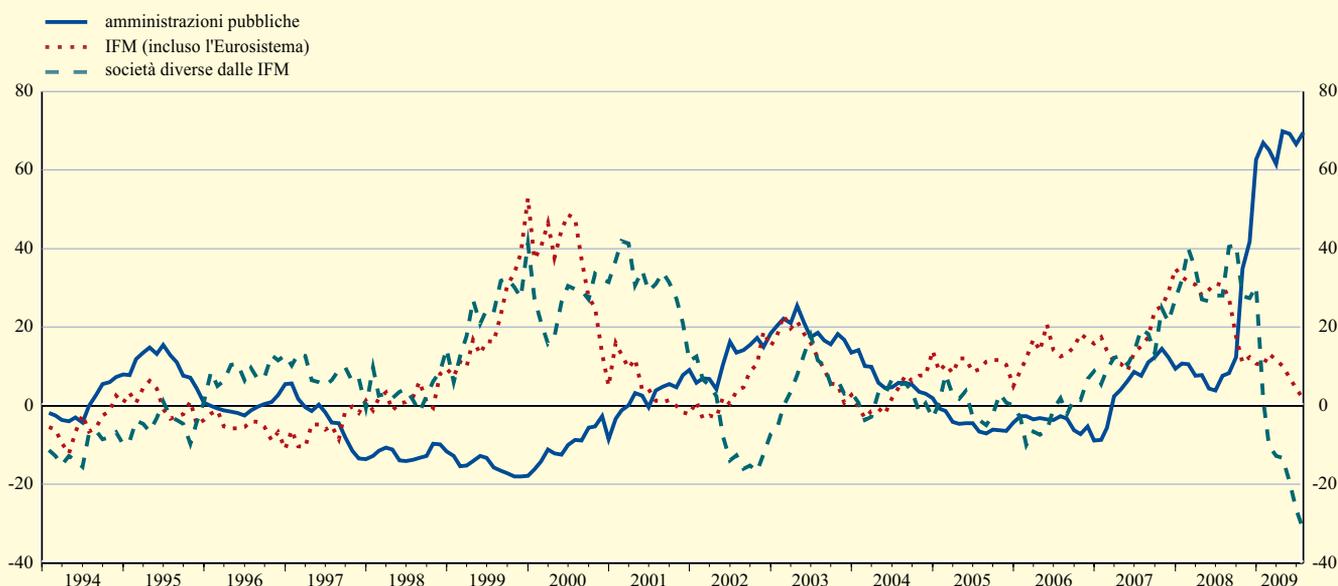
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	15	16	17	18	21	22	23	24				
Tutte le valute												
2007	5,2	7,2	17,0	4,0	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,6	3,8	-1,8
2008	3,0	4,9	5,7	4,2	1,5	1,4	12,9	5,5	33,7	7,1	7,6	3,2
2008 3° trim.	3,0	5,5	5,0	3,5	1,3	2,0	12,4	5,3	32,4	3,2	7,7	6,0
4° trim.	3,2	4,5	4,9	4,5	2,3	-0,8	13,1	5,7	34,1	4,5	3,8	10,2
2009 1° trim.	6,1	5,0	13,1	12,3	5,3	1,4	15,9	5,3	45,1	0,5	0,8	11,1
2° trim.	9,0	6,9	20,4	21,0	7,4	4,5	14,8	3,3	44,4	-1,1	-0,6	20,6
2009 feb.	6,7	5,5	15,7	14,0	5,6	2,0	16,2	5,1	47,0	0,2	0,2	9,7
mar.	8,4	6,6	18,1	17,6	7,3	2,6	16,4	5,0	47,2	-0,7	0,4	16,7
apr.	8,4	6,7	19,7	20,0	6,6	5,3	15,7	4,5	45,8	-0,6	-1,5	20,3
mag.	9,2	7,2	21,0	21,9	7,4	5,0	14,2	2,2	44,5	-1,8	-0,5	20,9
giu.	10,2	6,9	22,5	24,8	9,1	4,2	12,6	1,3	38,9	-1,0	0,1	24,6
lug.	10,3	6,7	26,0	27,9	8,6	3,7	12,5	1,5	39,6	-3,0	-2,5	24,9
Euro												
2007	4,6	6,5	13,7	2,3	2,7	6,7	15,1	10,3	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,1	1,7	1,3	14,3	6,5	35,2	7,2	7,9	2,0
2008 3° trim.	2,9	5,4	6,0	1,1	1,5	1,8	14,3	6,8	34,3	3,9	8,1	4,6
4° trim.	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,2	15,4	7,7	36,8	5,2	4,0	9,2
2009 1° trim.	6,5	6,1	16,4	9,5	5,5	0,8	18,8	7,9	48,1	0,5	0,9	11,0
2° trim.	9,6	8,8	23,3	19,2	7,6	3,9	17,5	5,4	47,5	-2,0	-0,7	22,5
2009 feb.	7,1	6,6	19,5	11,1	5,8	1,4	19,1	7,5	50,0	0,2	0,3	10,1
mar.	8,9	8,1	21,7	15,4	7,5	1,9	19,2	7,5	50,3	-1,5	0,3	17,7
apr.	9,0	8,6	23,0	18,0	6,8	4,6	18,4	6,6	48,9	-1,3	-1,6	22,2
mag.	9,8	9,4	23,8	20,2	7,6	4,4	17,0	4,3	47,6	-2,8	-0,6	22,9
giu.	10,8	8,8	24,4	23,5	9,4	3,5	15,1	3,1	41,9	-2,0	-0,2	26,8
lug.	10,9	8,8	28,0	26,5	8,8	3,0	14,9	3,5	42,0	-3,7	-3,0	27,2

F19 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

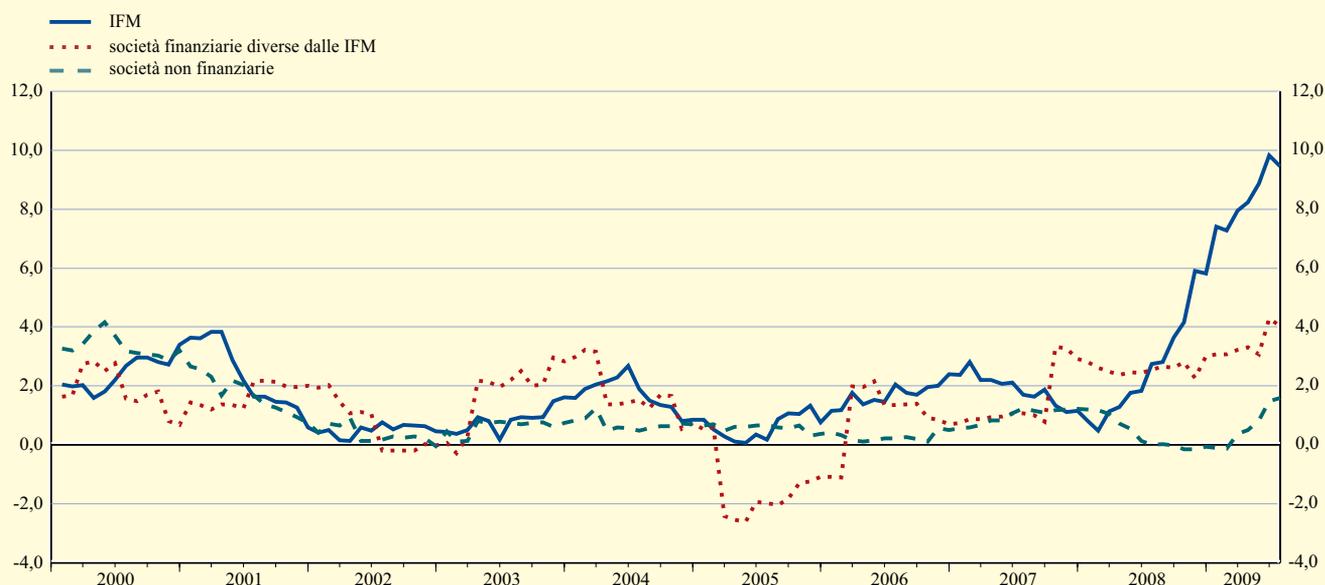
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 lug.	6.740,3	104,0	1,3	1.101,6	1,7	608,9	1,1	5.029,8	1,2
ago.	6.626,8	103,9	1,2	1.062,0	1,6	583,9	1,0	4.981,0	1,2
set.	6.690,9	104,0	1,2	1.050,6	1,9	597,3	0,8	5.042,9	1,1
ott.	6.945,9	104,3	1,4	1.074,6	1,3	628,2	3,3	5.243,1	1,2
nov.	6.631,8	104,3	1,4	1.034,6	1,1	578,6	3,3	5.018,6	1,2
dic.	6.588,7	104,4	1,4	1.019,0	1,2	578,4	2,9	4.991,2	1,2
2008 gen.	5.766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,3	1,2
feb.	5.820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,0	2,6	4.468,7	1,2
mar.	5.567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,0	2,5	4.205,6	1,1
apr.	5.748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,1	2,4	4.391,6	0,7
mag.	5.729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	496,7	2,5	4.461,7	0,6
giu.	5.081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,5	2,4	3.980,2	0,1
lug.	4.972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,1	0,0
ago.	4.999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,6	0,0
set.	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,0	0,0
ott.	3.743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,1	2,8	3.011,8	-0,1
nov.	3.489,3	105,2	0,9	394,5	5,9	265,1	2,3	2.829,7	-0,2
dic.	3.482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,0	3,0	2.836,5	-0,1
2009 gen.	3.286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	239,9	3,1	2.702,3	-0,1
feb.	2.922,1	105,6	1,1	276,7	7,3	189,0	3,1	2.456,4	-0,1
mar.	3.009,9	106,1	1,5	315,8	8,0	204,8	3,2	2.489,2	0,4
apr.	3.435,5	106,2	1,7	414,4	8,2	249,9	3,3	2.771,3	0,5
mag.	3.580,6	106,5	2,0	455,2	8,9	254,8	3,1	2.870,6	0,8
giu.	3.530,7	107,3	2,7	448,5	9,8	257,9	4,3	2.824,3	1,5
lug.	3.815,2	107,5	2,7	509,4	9,5	278,3	4,0	3.027,5	1,6

F20 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

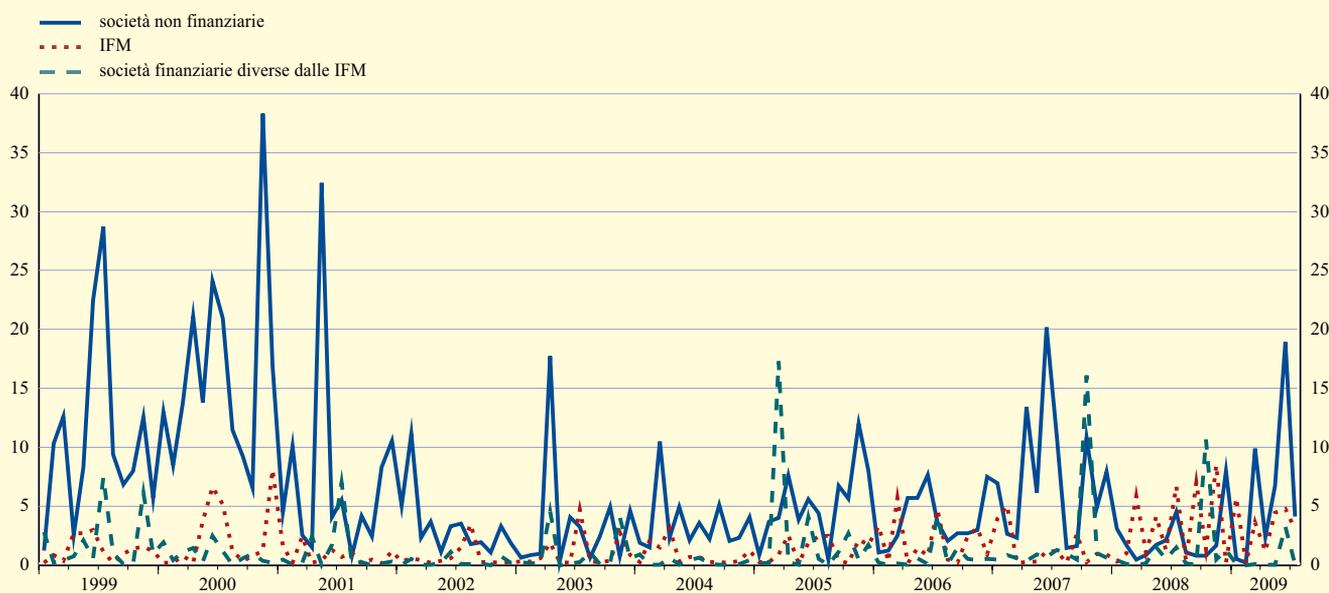
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 lug.	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
ago.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
set.	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
nov.	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
dic.	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008 gen.	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
feb.	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
mar.	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
apr.	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
mag.	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
giu.	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
lug.	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
ago.	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
set.	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
ott.	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
dic.	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
mar.	13,6	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,1	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,2	0,3	10,9	4,4	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	6,7	0,3	6,5
giu.	27,0	1,7	25,3	4,8	0,0	4,8	3,3	0,0	3,2	18,9	1,6	17,3
lug.	7,2	0,2	6,9	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	3,9

F21 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 set.	1,32	4,65	4,85	3,36	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
ott.	1,34	4,77	4,85	3,57	3,01	4,12	2,20	4,26	5,12	4,57	3,66
nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,18	3,19
dic.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,63	2,87	4,23	4,09	2,63
2009 gen.	1,02	3,27	3,90	3,52	2,88	4,08	1,28	2,25	3,81	3,78	2,05
feb.	0,90	2,62	3,40	3,23	2,49	3,98	1,12	1,61	3,21	3,89	1,55
mar.	0,80	2,24	2,96	3,07	2,31	3,87	0,96	1,36	2,97	3,30	1,23
apr.	0,66	2,01	2,70	2,87	2,22	3,75	0,80	1,15	2,64	3,07	1,12
mag.	0,61	1,89	2,42	2,71	1,99	3,62	0,76	1,08	2,39	3,12	1,02
giu.	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,66	1,04	2,18	2,58	0,93
lug.	0,52	1,86	2,41	2,62	1,89	3,38	0,57	0,81	2,48	2,93	0,68
ago.	0,50	1,72	2,33	2,67	1,67	3,23	0,55	0,71	2,06	2,94	0,57

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 set.	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77
ott.	10,83	8,88	7,22	8,69	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80
nov.	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,63	5,34	5,22	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75
dic.	10,46	8,22	7,03	8,39	8,50	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 gen.	10,13	8,33	7,03	8,63	8,67	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23
feb.	10,14	8,15	6,65	8,49	8,38	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16
mar.	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,33	4,61	4,72	4,37	3,83	4,72	5,05
apr.	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,19	4,55	4,67	4,22	3,54	4,69	4,90
mag.	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,13	4,50	4,58	4,11	3,60	4,71	4,90
giu.	9,54	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,01	4,51	4,58	4,03	3,54	4,76	4,95
lug.	9,30	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
ago.	9,26	7,96	6,51	7,95	8,13	3,00	4,06	4,54	4,45	4,05	3,20	4,70	4,74

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2008 set.	6,91	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
ott.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,75	5,08
nov.	6,66	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
dic.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 gen.	5,68	4,73	5,46	5,24	3,52	3,96	4,58
feb.	5,40	4,32	5,25	4,96	3,12	3,52	4,23
mar.	5,10	4,03	5,07	4,75	2,85	3,22	3,87
apr.	4,76	3,82	5,02	4,60	2,55	3,34	4,01
mag.	4,67	3,73	5,01	4,52	2,49	3,22	3,96
giu.	4,58	3,64	4,86	4,50	2,57	3,08	3,70
lug.	4,34	3,57	4,79	4,32	2,38	2,89	3,90
ago.	4,25	3,42	4,68	4,23	2,32	2,81	3,83

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

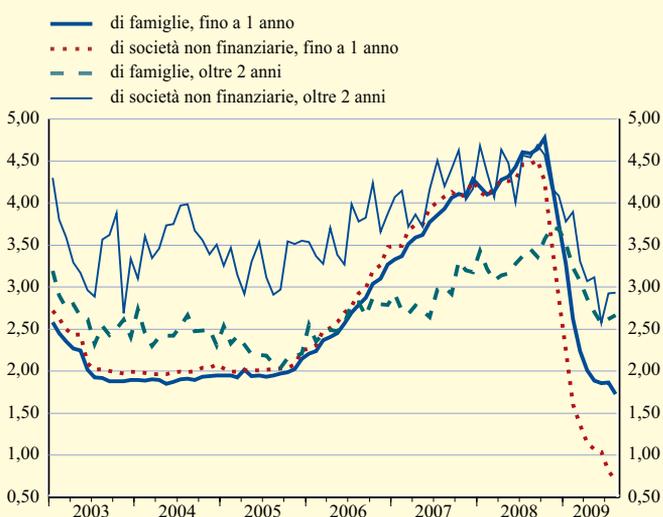
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 set.	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32
ott.	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
nov.	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
dic.	1,16	4,41	3,07	2,95	4,17	1,63	4,01	4,30	3,56
2009 gen.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,09
feb.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,12	3,19	4,00	2,68
mar.	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,96	2,82	3,87	2,29
apr.	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,80	2,53	3,84	1,95
mag.	0,61	3,38	3,04	1,99	3,62	0,76	2,41	3,70	1,79
giu.	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,66	2,21	3,65	1,63
lug.	0,52	3,07	3,03	1,89	3,38	0,57	1,99	3,53	1,53
ago.	0,50	2,94	3,00	1,67	3,23	0,55	1,92	3,42	1,53

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 set.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,39	5,90	5,54
ott.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,47	6,43	5,99	5,58
nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,46	6,16	5,81	5,51
dic.	5,49	4,90	5,08	9,02	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009 gen.	5,22	4,72	4,93	8,72	7,22	6,22	5,11	4,89	4,89
feb.	5,14	4,75	4,91	8,61	7,27	6,21	4,77	4,59	4,74
mar.	4,92	4,63	4,78	8,43	7,08	6,07	4,41	4,28	4,48
apr.	4,70	4,49	4,65	8,19	7,00	5,92	4,12	3,97	4,25
mag.	4,59	4,45	4,56	8,08	6,92	5,84	4,01	3,84	4,12
giu.	4,51	4,40	4,46	7,98	6,91	5,79	3,93	3,72	4,00
lug.	4,32	4,31	4,36	7,82	6,79	5,70	3,73	3,59	3,81
ago.	4,24	4,24	4,28	7,80	6,73	5,65	3,65	3,50	3,72

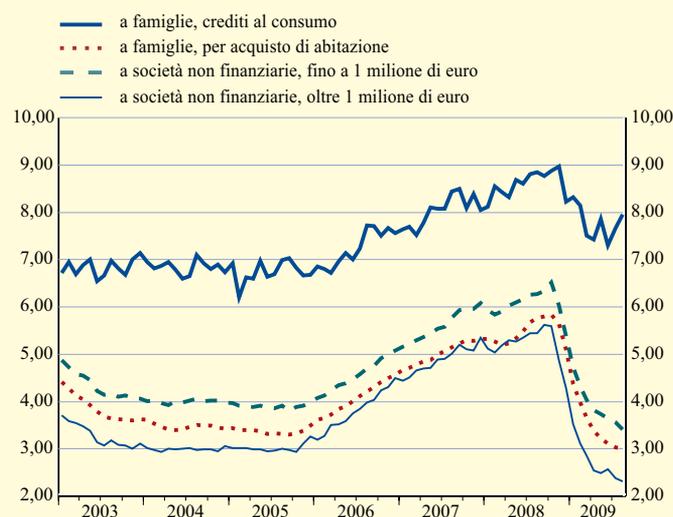
F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F23 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

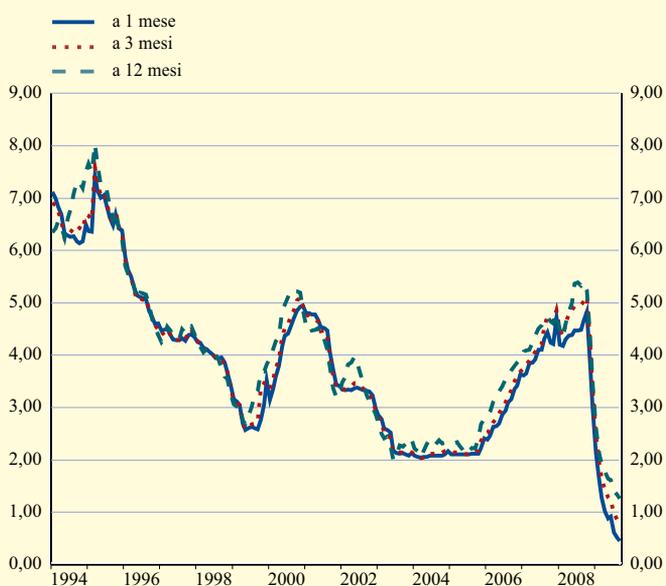
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 3° trim.	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
4° trim.	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 1° trim.	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2° trim.	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
3° trim.	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
2008 set.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
ott.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
nov.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
dic.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 gen.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
feb.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
mar.	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
apr.	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57
mag.	0,78	0,88	1,28	1,48	1,64	0,82	0,53
giu.	0,70	0,91	1,23	1,44	1,61	0,62	0,49
lug.	0,36	0,61	0,97	1,21	1,41	0,52	0,43
ago.	0,35	0,51	0,86	1,12	1,33	0,42	0,40
set.	0,36	0,46	0,77	1,04	1,26	0,30	0,36

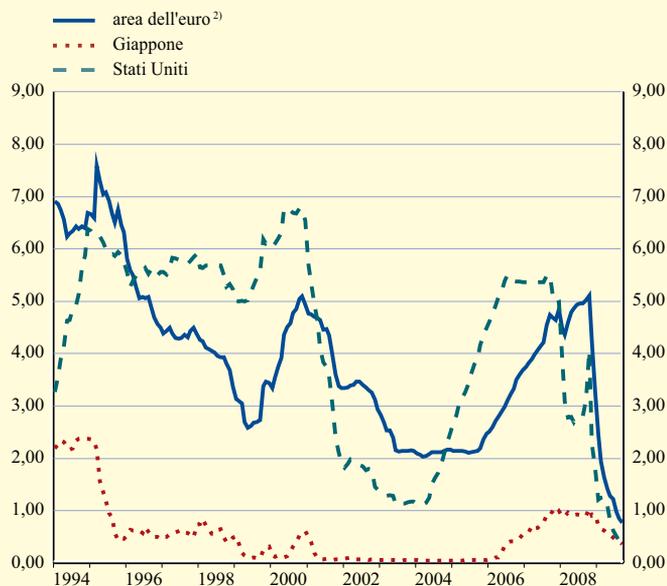
F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ²⁾

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F25 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

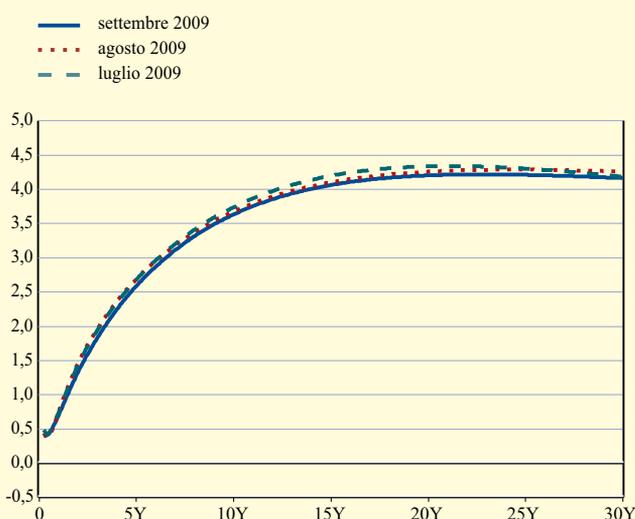
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 2° trim.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
3° trim.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
4° trim.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 1° trim.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
2° trim.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
2008 set.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
ott.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
dic.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 gen.	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
feb.	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
mar.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
apr.	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
mag.	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
giu.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
lug.	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
ago.	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
set.	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96

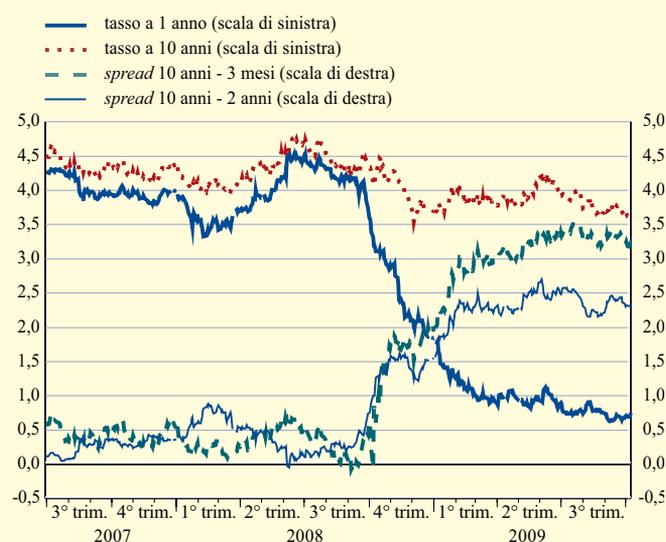
F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F27 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; rating di Fitch Ratings.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

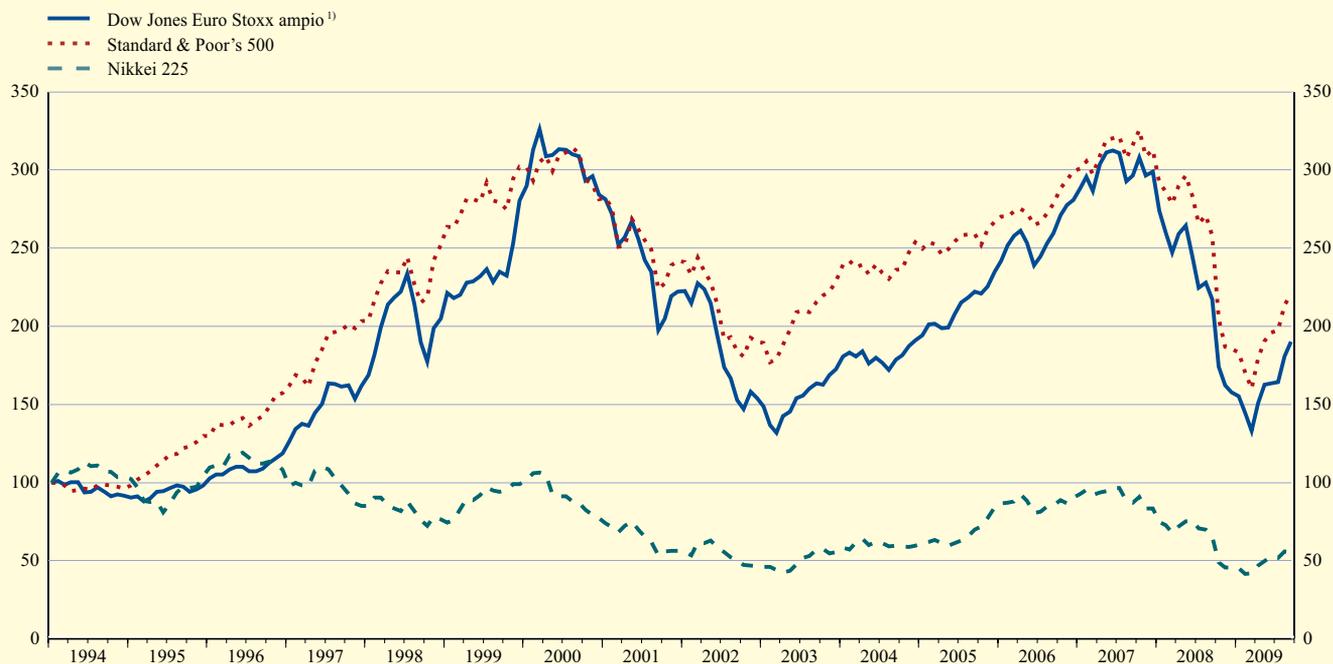
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2008 3° trim.	309,7	3.278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1.252,7	12.758,7
4° trim.	228,7	2.497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8.700,4
2009 1° trim.	200,2	2.166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7.968,8
2° trim.	220,5	2.376,6	326,9	136,6	229,5	287,3	158,6	251,0	201,1	337,7	351,5	343,8	892,0	9.274,8
3° trim.	247,2	2.660,6	369,0	142,0	257,1	296,8	192,7	286,0	211,3	361,1	386,0	365,1	994,6	10.128,8
2008 set.	301,3	3.193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1.220,0	12.126,2
ott.	241,5	2.627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9.080,5
nov.	225,0	2.452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8.502,7
dic.	219,0	2.407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8.492,1
2009 gen.	215,5	2.344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8.402,5
feb.	200,4	2.159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7.707,3
mar.	184,6	1.993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7.772,8
apr.	209,3	2.256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8.755,5
mag.	225,7	2.426,7	331,6	140,1	233,8	296,0	164,5	259,8	203,1	346,3	348,0	346,7	901,7	9.257,7
giu.	226,7	2.449,0	341,0	135,3	235,9	298,3	166,8	255,5	204,3	343,8	349,6	357,0	926,1	9.810,3
lug.	228,0	2.462,1	337,9	134,8	243,7	288,6	170,6	256,8	198,8	334,7	364,8	352,9	934,1	9.678,3
ago.	250,7	2.702,7	377,6	142,1	261,8	293,2	198,6	290,3	208,5	365,7	387,2	364,1	1.009,7	10.430,4
set.	264,0	2.827,9	393,3	149,5	266,5	308,7	210,2	312,5	227,2	384,4	407,0	378,8	1.044,6	10.302,9

F28 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0
2008 2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8
3° trim.	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,8	0,8	1,0	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3
4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,3	0,2	-8,7	0,5	2,1	3,4
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,8	0,2	0,7	0,4	0,0	1,7
2009 apr.	108,2	0,6	1,7	-0,7	2,5	0,1	0,0	-0,5	0,1	0,2	0,2	0,4	1,9
mag.	108,3	0,0	1,5	-1,4	2,1	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,4	0,0	-0,2	1,6
giu.	108,5	-0,1	1,3	-1,6	2,0	0,3	0,4	-0,3	0,0	2,5	0,1	-0,4	1,6
lug.	107,8	-0,7	1,2	-2,4	1,9	-0,1	0,1	-0,5	0,0	-1,8	0,1	-0,9	1,2
ago.	108,1	-0,2	1,2	-1,5	1,8	0,3	0,1	-0,3	0,1	1,8	0,2	-0,3	1,0
set. ⁴⁾		-0,3											

	Beni						Servizi						
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi			Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
in perc. del totale ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 2° trim.	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
3° trim.	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
4° trim.	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2	
2009 1° trim.	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1	
2° trim.	1,0	1,1	0,8	-2,3	0,7	-10,7	2,1	1,8	3,1	-1,2	2,7	2,0	
2009 mar.	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,0	
apr.	1,4	1,2	1,6	-1,7	0,8	-8,8	2,0	1,8	3,5	-1,6	3,4	2,1	
mag.	0,9	1,0	0,7	-2,5	0,8	-11,6	2,1	1,8	3,1	-1,0	2,4	2,0	
giu.	0,7	1,1	0,0	-2,7	0,6	-11,7	2,1	1,8	2,7	-0,9	2,2	1,9	
lug.	0,0	0,8	-1,1	-3,6	0,5	-14,4	2,1	1,8	2,6	-0,8	1,9	2,0	
ago.	-0,1	0,6	-1,2	-2,3	0,6	-10,2	2,0	1,8	2,5	-0,7	1,8	2,0	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Con riferimento al 2008.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali¹⁾

in perc. del totale ⁴⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2005=100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
							Totale	Durevoli	Non durevoli				
	100,0	100,0	83,0	75,8	30,1	21,9	23,7	2,7	21,0	24,2			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2005	100,0	4,1	3,1	1,6	2,8	1,2	1,1	1,3	0,9	13,5	3,7	7,5	
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,4	1,5	13,4	4,9	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,3	2,4	2,1	1,2	4,1	4,4	
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,5	1,7	
2008 2° trim.	114,8	7,0	6,4	3,7	4,0	2,0	4,8	2,8	5,1	17,2	3,5	2,8 ⁵⁾	
3° trim.	117,2	8,4	6,7	4,2	5,4	2,3	4,2	2,7	4,4	21,5	4,9	-	
4° trim.	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,2	0,6 ⁵⁾	
2009 1° trim.	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	3,3	-	
2° trim.	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	0,2	-	
2009 mar.	109,1	-3,2	-5,4	-1,9	-3,9	1,5	-1,6	1,8	-2,0	-6,9	-	-	
apr.	108,1	-4,8	-5,9	-2,5	-5,1	1,1	-1,8	1,6	-2,2	-11,1	-	-	
mag.	108,1	-5,9	-7,1	-3,0	-5,7	0,5	-2,0	1,4	-2,5	-13,7	-	-	
giu.	108,5	-6,5	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,6	-2,9	-14,7	-	-	
lug.	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,9	-	-	
ago.	108,2	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,2	-3,1	-16,9	-	-	

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL¹⁾

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁶⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁷⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁸⁾			Totale (indice destagionalizzato 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁹⁾	Importazioni ⁹⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,3	2,5	2,4	3,4	3,4
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,7	3,9	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,3	2,2	1,7	2,6	1,7	1,5	1,5
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,9	2,2	2,5	3,8	3,8
2008 2° trim.	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,1	3,3	3,7	2,3	2,7	4,7	4,7
3° trim.	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,4	2,8	2,6	3,4	5,7	5,7
4° trim.	43,5	-10,1	-7,7	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,4	2,1	2,0	2,2	1,7	1,4	0,6	0,6
2009 1° trim.	35,1	-29,1	-14,8	-36,0	-28,5	-17,3	-36,8	120,1	1,9	1,1	0,5	2,7	0,6	-2,5	-4,5	-4,5
2° trim.	43,8	-24,5	-11,1	-31,0	-22,5	-9,9	-31,4	120,1	1,1	0,0	-0,4	1,6	-0,7	-4,0	-6,8	-6,8
2009 apr.	39,0	-25,4	-11,7	-31,9	-23,7	-10,8	-32,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	42,8	-24,5	-8,3	-32,1	-22,0	-6,7	-32,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	49,5	-23,5	-13,1	-28,8	-21,7	-12,0	-28,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	46,5	-22,8	-15,1	-26,6	-21,4	-13,7	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	51,1	-16,2	-10,2	-19,1	-17,4	-15,7	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	46,9	-16,7	-10,8	-19,4	-17,3	-15,3	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

4) Nel 2005.

5) I dati trimestrali per il secondo (quarto) trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima (seconda) metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale – essendo parzialmente derivata da quello annuale – risulta meno accurata di quest'ultimo.

6) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

7) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

8) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

9) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro¹⁾

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto²⁾								
2005	109,0	1,2	8,4	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	0,9	2,3	-0,5	3,3	0,5	2,0	2,1
2007	111,7	1,5	1,8	0,5	4,1	0,5	2,4	1,8
2008	115,2	3,2	-0,5	3,6	2,4	3,2	2,9	3,1
2008 2° trim.	114,7	2,8	-1,6	1,4	2,4	2,4	2,5	4,3
3° trim.	115,6	3,5	-1,1	4,2	2,7	4,5	3,2	2,5
4° trim.	117,9	4,6	-0,3	9,8	2,2	5,1	2,3	3,1
2009 1° trim.	120,0	5,8	1,6	16,5	1,8	6,8	0,2	3,2
2° trim.	120,2	4,8	1,9	14,8	0,2	5,7	1,4	1,7
Redditi per occupato								
2005	112,3	2,0	2,5	1,9	2,2	1,9	2,4	1,9
2006	114,9	2,3	3,3	3,4	3,5	1,6	2,3	1,7
2007	117,7	2,5	3,6	2,7	2,8	1,9	2,4	2,5
2008	121,4	3,1	2,8	3,0	3,8	2,8	2,5	3,6
2008 2° trim.	121,1	3,1	2,2	2,7	3,6	2,1	2,3	4,5
3° trim.	121,9	3,5	3,2	3,1	4,2	4,0	3,0	3,4
4° trim.	122,5	2,9	2,7	2,7	3,8	2,9	2,0	3,4
2009 1° trim.	122,5	1,8	3,3	0,4	2,6	2,3	0,5	3,1
2° trim.	123,0	1,6	3,6	-0,5	3,4	2,5	2,0	1,9
Produttività del lavoro³⁾								
2005	103,1	0,7	-5,4	2,4	-1,0	1,2	0,2	-0,2
2006	104,5	1,3	1,0	3,9	0,2	1,1	0,3	-0,4
2007	105,5	1,0	1,7	2,2	-1,2	1,4	0,1	0,7
2008	105,4	-0,1	3,3	-0,6	1,3	-0,4	-0,4	0,5
2008 2° trim.	105,6	0,3	3,9	1,3	1,1	-0,3	-0,2	0,1
3° trim.	105,5	0,0	4,4	-1,0	1,5	-0,4	-0,2	0,8
4° trim.	103,9	-1,7	3,0	-6,5	1,5	-2,1	-0,3	0,4
2009 1° trim.	102,1	-3,7	1,7	-13,8	0,8	-4,2	0,3	-0,1
2° trim.	102,4	-3,1	1,7	-13,3	3,2	-3,0	0,5	0,3

5. Costo orario del lavoro^{1), 4)}

	Totale (indice dest. 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁵⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁶⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	92,2	2,2	2,3	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,4	2,3	3,3	1,4	1,9	2,3
2007	96,7	2,5	2,9	1,5	2,2	2,6	2,7	2,1
2008	99,9	3,4	3,4	3,3	3,9	4,1	3,1	3,2
2008 2° trim.	99,2	2,5	2,5	2,4	2,5	3,8	2,3	2,9
3° trim.	100,4	3,6	3,6	3,5	3,1	3,7	3,8	3,4
4° trim.	101,4	4,2	4,1	4,6	6,0	4,7	3,2	3,6
2009 1° trim.	102,3	3,6	3,4	4,1	5,6	3,0	2,5	3,2
2° trim.	103,3	4,0	3,9	4,2	5,3	4,5	3,2	2,8

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

4) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

6) Nel 2008.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.140,1	8.021,0	4.669,2	1.664,4	1.681,1	6,3	119,1	3.114,3	2.995,2
2006	8.557,1	8.460,9	4.872,9	1.733,3	1.831,0	23,7	96,3	3.470,2	3.374,0
2007	9.002,2	8.863,7	5.064,5	1.801,6	1.970,1	27,5	138,5	3.746,0	3.607,5
2008	9.263,2	9.168,4	5.232,7	1.892,2	2.002,0	41,5	94,7	3.880,8	3.786,0
2008 2° trim.	2.325,0	2.291,9	1.308,4	473,9	507,3	2,3	33,0	992,2	959,2
3° trim.	2.327,2	2.311,5	1.317,4	474,9	502,8	16,3	15,7	991,2	975,5
4° trim.	2.297,1	2.284,3	1.306,4	480,6	483,2	14,0	12,8	908,5	895,7
2009 1° trim.	2.241,9	2.235,4	1.288,9	487,9	455,0	3,5	6,5	803,4	796,9
2° trim.	2.238,1	2.218,4	1.291,6	493,5	446,5	-13,3	19,7	785,0	765,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	99,0	56,4	20,4	21,6	0,4	1,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati⁴⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 2° trim.	-0,3	-0,6	-0,4	0,8	-1,3	-	-	-0,5	-1,1
3° trim.	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,5	-	-	-1,0	0,3
4° trim.	-1,8	-0,7	-0,5	0,6	-3,5	-	-	-7,0	-4,6
2009 1° trim.	-2,5	-2,0	-0,5	0,6	-5,4	-	-	-9,2	-7,9
2° trim.	-0,2	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,5	-2,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,2	-	-	5,0	5,7
2006	3,0	2,9	2,1	2,0	5,5	-	-	8,3	8,3
2007	2,8	2,4	1,6	2,2	4,9	-	-	6,1	5,3
2008	0,7	0,6	0,4	2,1	-0,3	-	-	1,2	1,1
2008 2° trim.	1,5	0,8	0,5	2,1	1,2	-	-	4,0	2,5
3° trim.	0,4	0,3	0,0	2,2	-0,9	-	-	1,3	1,0
4° trim.	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,5	-	-	-6,6	-3,7
2009 1° trim.	-4,9	-3,1	-1,4	2,6	-11,2	-	-	-16,8	-12,8
2° trim.	-4,8	-3,2	-0,9	2,5	-11,4	-	-	-17,7	-14,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2008 2° trim.	-0,6	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,2	-	-	-
3° trim.	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,4	-0,5	-	-	-
4° trim.	-0,7	-0,3	0,1	-0,8	0,2	-1,1	-	-	-
2009 1° trim.	-2,0	-0,3	0,1	-1,1	-0,6	-0,5	-	-	-
2° trim.	-0,7	0,0	0,2	-0,3	-0,6	0,5	-	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,1	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,4	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,7	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 2° trim.	1,5	0,8	0,3	0,4	0,3	-0,2	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,2	-	-
4° trim.	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,2	0,6	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-4,9	-3,1	-0,8	0,5	-2,5	-0,4	-1,9	-	-
2° trim.	-4,8	-3,2	-0,5	0,5	-2,5	-0,7	-1,6	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.

3) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

4) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda
2. Valore aggiunto per branca di attività economica¹⁾

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2005	7.295,2	143,7	1.481,3	439,8	1.540,9	2.018,0	1.671,4	844,9
2006	7.643,0	141,7	1.563,6	476,8	1.596,9	2.132,5	1.731,5	914,1
2007	8.043,1	152,3	1.640,1	513,5	1.670,4	2.264,7	1.802,1	959,0
2008	8.316,5	149,1	1.663,4	536,1	1.727,5	2.359,6	1.880,9	946,6
2008 2° trim.	2.086,5	37,7	424,0	133,9	431,7	589,3	469,9	238,5
3° trim.	2.088,9	36,5	418,6	135,3	434,4	593,1	471,0	238,3
4° trim.	2.066,6	35,9	396,6	132,7	429,7	593,6	478,0	230,5
2009 1° trim.	2.018,4	36,0	360,3	130,9	418,1	588,0	485,0	223,5
2° trim.	2.016,2	35,4	351,1	130,4	419,5	590,0	489,8	221,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati²⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 2° trim.	-0,3	-0,1	-1,0	-2,1	-0,5	0,4	0,3	-0,9
3° trim.	-0,4	-0,1	-1,9	-1,5	-0,3	0,0	0,6	-0,1
4° trim.	-1,8	0,6	-6,2	-1,6	-1,8	-0,6	0,3	-2,0
2009 1° trim.	-2,5	-0,7	-8,3	-1,1	-2,9	-0,8	0,1	-2,7
2° trim.	-0,2	0,2	-1,9	-0,4	0,0	-0,1	0,6	0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	1,9	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	-0,8	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,2	2,5	2,6	3,4	4,1	1,9	0,9
2008	0,9	1,8	-0,8	-0,9	0,8	1,9	1,7	-1,1
2008 2° trim.	1,7	1,9	1,7	-0,1	1,4	2,4	1,5	-0,4
3° trim.	0,7	2,8	-1,2	-1,4	0,4	1,6	1,8	-1,4
4° trim.	-1,7	2,2	-7,7	-3,8	-1,9	0,4	1,7	-2,5
2009 1° trim.	-4,9	-0,3	-16,5	-6,1	-5,4	-0,9	1,3	-5,6
2° trim.	-4,8	-0,1	-17,2	-4,5	-4,8	-1,4	1,6	-4,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2008 2° trim.	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-
3° trim.	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,8	0,0	-1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 1° trim.	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
2° trim.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,2	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,5	0,4	-
2008 2° trim.	1,7	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
3° trim.	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
4° trim.	-1,7	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,4	-
2009 1° trim.	-4,9	0,0	-3,4	-0,4	-1,1	-0,3	0,3	-
2° trim.	-4,8	0,0	-3,5	-0,3	-1,0	-0,4	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale¹⁾

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni	
	in perc. del totale ²⁾	Totale (indice dest. 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici									Beni energetici
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
								Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	4,0	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,0	
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,1	
2008	-2,4	106,2	-1,7	-1,9	-2,0	-3,4	-0,3	-2,0	-5,6	-1,4	0,2	-4,7	
2008 3° trim.	-2,2	105,5	-1,4	-1,5	-1,7	-2,1	-0,6	-2,2	-7,2	-1,5	-0,4	-5,0	
4° trim.	-8,9	99,0	-9,0	-9,3	-9,5	-13,4	-8,6	-4,8	-11,9	-3,6	-4,4	-8,4	
2009 1° trim.	-17,0	91,6	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-23,8	-7,5	-20,3	-5,4	-4,4	-10,3	
2° trim.	-16,6	89,2	-18,5	-19,5	-19,9	-24,0	-24,2	-6,1	-21,3	-3,5	-8,7	-7,3	
2009 feb.	-18,0	91,2	-19,3	-21,2	-21,7	-25,8	-25,5	-8,6	-21,9	-6,5	-3,5	-12,5	
mar.	-17,5	90,2	-19,3	-20,4	-20,7	-26,0	-23,2	-7,6	-20,6	-5,4	-10,1	-8,3	
apr.	-18,6	88,8	-21,3	-22,0	-22,6	-27,0	-27,3	-7,6	-21,0	-5,2	-12,5	-5,6	
mag.	-16,0	89,4	-17,6	-18,6	-18,8	-23,1	-23,0	-5,3	-19,5	-2,8	-7,6	-8,5	
giu.	-15,1	89,3	-16,6	-17,8	-18,3	-22,0	-22,3	-5,4	-23,4	-2,5	-5,5	-7,8	
lug.	-15,6	89,0	-15,9	-16,9	-17,6	-19,8	-23,6	-3,9	-20,7	-1,2	-6,3	-10,3	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 feb.	-2,4	-	-2,5	-2,3	-2,4	-2,1	-3,2	-1,7	-3,5	-1,4	-2,1	-1,7	
mar.	-0,8	-	-1,1	-1,0	-0,7	-1,5	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-4,0	0,6	
apr.	-1,2	-	-1,5	-1,0	-1,5	-1,4	-2,9	-0,1	-0,6	0,1	-1,4	0,0	
mag.	0,1	-	0,7	0,3	0,8	0,7	1,0	0,4	-1,6	0,7	1,8	-2,0	
giu.	-0,3	-	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,6	-0,2	-3,2	0,1	2,3	-0,3	
lug.	-1,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	-2,2	0,4	0,0	0,4	-0,7	-1,7	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture¹⁾

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ³⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ⁴⁾	Totale
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9	12	13	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,9	10,3	108,3	8,0	3,4	102,4	2,5	1,1	3,6	3,1	5,4	978	3,3
2007	120,3	8,7	115,0	6,5	2,8	104,1	1,6	0,1	2,7	3,5	2,4	970	-0,9
2008	113,6	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,8	-1,7	-0,3	-1,7	-1,9	893	-7,9
2008 3° trim.	114,7	-1,3	118,3	4,3	2,1	103,1	-1,1	-1,8	-0,6	-1,0	-2,9	889	-8,7
4° trim.	95,0	-22,4	107,3	-7,5	-0,3	102,4	-1,7	-2,2	-1,4	-3,1	-2,7	827	-18,5
2009 1° trim.	84,5	-31,7	95,1	-21,6	-2,6	101,8	-2,5	-3,6	-1,8	-0,3	-6,1	834	-12,6
2° trim.	84,7	-30,4	93,9	-23,2	-2,7	101,5	-1,7	-1,4	-1,9	-2,0	-5,4	936	4,0
2009 mar.	84,3	-26,3	94,2	-15,8	-2,7	101,7	-2,2	-3,9	-0,9	1,3	-6,3	865	-5,8
apr.	84,0	-35,1	94,0	-25,9	-1,8	101,9	-1,2	-0,7	-1,8	-0,1	-5,5	898	-3,7
mag.	83,3	-30,3	94,3	-23,4	-3,5	101,4	-2,4	-2,1	-2,6	-4,4	-5,9	945	5,7
giu.	86,6	-25,6	93,4	-20,4	-2,7	101,4	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4	-4,7	965	10,0
lug.	88,6	-24,6	95,0	-20,3	-3,0	101,2	-1,5	-1,7	-1,6	0,6	-3,5	945	6,9
ago.	-	-	-	-	-2,8	101,0	-2,3	-1,3	-3,2	-	-	955	5,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 apr.	-	-0,3	-	-0,3	0,1	-	0,2	1,1	-0,3	-0,7	0,2	-	3,8
mag.	-	-0,8	-	0,3	-0,6	-	-0,5	-0,6	-0,4	-0,5	-	-	5,2
giu.	-	4,0	-	-0,9	-0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,7	0,1	-	2,2
lug.	-	2,2	-	1,7	-0,3	-	-0,2	-0,4	-0,2	1,1	0,1	-	-2,1
ago.	-	-	-	-	0,2	-	-0,2	0,5	-0,6	-	-	-	1,0

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) I dati si riferiscono agli Euro 16.

2) Nel 2005.

3) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

4) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili.

5.2 Produzione e domanda

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
4° trim.	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
2° trim.	70,2	-33	-62	18	-21	69,9	-28	-9	-34	59	-11
3° trim.	79,9	-26	-58	12	-9	.	-21	-5	-20	51	-9
2009 apr.	67,3	-35	-60	20	-25	70,3	-31	-10	-38	63	-11
mag.	70,2	-33	-61	18	-21	-	-28	-9	-33	58	-13
giu.	73,2	-32	-63	16	-16	-	-25	-7	-29	55	-9
lug.	76,0	-30	-61	14	-13	69,5	-23	-6	-23	53	-10
ago.	80,8	-25	-56	13	-8	-	-22	-5	-21	53	-9
set.	82,8	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 3° trim.	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
4° trim.	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 1° trim.	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2° trim.	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
3° trim.	-32	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-19	-13	-6
2009 apr.	-34	-41	-26	-20	-26	11	-22	-24	-32	-22	-19
mag.	-34	-44	-23	-14	-18	8	-17	-23	-29	-25	-14
giu.	-33	-42	-24	-17	-24	9	-17	-20	-26	-22	-11
lug.	-33	-41	-25	-13	-16	10	-14	-18	-24	-19	-9
ago.	-32	-40	-23	-14	-20	10	-12	-11	-16	-10	-5
set.	-31	-42	-19	-15	-21	10	-14	-9	-15	-10	-2

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	15,9	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,846	1,0	1,0	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,148	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,712	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,3	3,9	2,0	4,1	1,2
2008	147,821	0,8	0,9	-0,3	-1,4	-0,2	-2,2	1,3	2,2	1,1
2008 2° trim.	148,164	1,1	1,3	-0,2	-1,8	0,3	-1,4	1,6	2,6	1,4
3° trim.	147,743	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	1,8	1,0
4° trim.	147,304	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,4
2009 1° trim.	146,215	-1,2	-1,0	-2,3	-2,0	-3,0	-7,1	-1,2	-1,2	1,4
2° trim.	145,526	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-4,6	-7,6	-1,9	-1,9	1,4
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2008 2° trim.	0,089	0,1	0,2	-0,5	-1,1	-0,1	-0,9	0,1	0,0	0,6
3° trim.	-0,421	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0	-0,2	0,0	0,1
4° trim.	-0,439	-0,3	-0,3	-0,4	0,3	-1,0	-2,1	-0,4	-0,4	0,6
2009 1° trim.	-1,089	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-1,5	-2,1	-0,8	-0,8	0,1
2° trim.	-0,689	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,5	-1,5	-0,5	-0,6	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,717	9,0	10,674	7,9	3,042	17,5	6,916	8,1	6,801	10,0
2006	12,879	8,3	10,054	7,3	2,825	16,4	6,388	7,5	6,491	9,4
2007	11,661	7,5	9,114	6,6	2,546	14,9	5,731	6,7	5,929	8,5
2008	11,892	7,6	9,267	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,894	8,3
2008 2° trim.	11,595	7,4	9,041	6,4	2,553	15,0	5,776	6,7	5,819	8,2
3° trim.	11,964	7,6	9,314	6,6	2,649	15,6	6,074	7,0	5,889	8,3
4° trim.	12,656	8,0	9,844	7,0	2,813	16,6	6,549	7,6	6,108	8,6
2009 1° trim.	13,850	8,8	10,770	7,6	3,080	18,3	7,319	8,5	6,531	9,2
2° trim.	14,675	9,3	11,465	8,1	3,210	19,2	7,847	9,1	6,827	9,5
2009 mar.	14,237	9,0	11,069	7,8	3,168	18,8	7,567	8,7	6,670	9,3
apr.	14,503	9,2	11,309	8,0	3,194	19,0	7,741	8,9	6,762	9,5
mag.	14,684	9,3	11,463	8,1	3,221	19,2	7,858	9,1	6,826	9,5
giu.	14,836	9,4	11,623	8,2	3,214	19,4	7,943	9,2	6,893	9,6
lug.	15,000	9,5	11,779	8,3	3,221	19,6	8,048	9,3	6,952	9,7
ago.	15,165	9,6	11,933	8,4	3,233	19,7	8,123	9,4	7,042	9,8

Fonte: Eurostat.

1) I dati si riferiscono agli Euro 16. I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2008.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,8	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,4	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,1
2008	46,7	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)			
													1		
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6	
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	5,0	1,8	2,1	8,2	11,7	
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0	
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2	
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1	
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3	
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1	
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,4	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3	

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,5	10,8	8,3	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,2	11,2	7,1	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5	32,2	16,9	8,1	7,1	37,1

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,1	22,5	29,3	65,6	0,4
2008	69,3	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,5	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

6.3 Variazione del debito ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,1	1,1	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	0,9	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,2	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,1	0,8	-0,2	4,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 1° trim.	42,0	41,5	9,8	12,9	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,5
2° trim.	45,8	44,4	11,9	12,8	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,5
3° trim.	42,7	42,2	10,8	12,6	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,1	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,7
2004 1° trim.	41,4	40,9	9,6	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,1
2° trim.	44,8	44,0	12,0	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,8
3° trim.	42,8	42,3	10,6	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	49,0	48,0	12,9	14,2	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 1° trim.	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,4	43,8	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,4	42,7	11,0	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,1	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
2° trim.	45,5	45,0	12,4	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,2
3° trim.	43,8	43,2	11,5	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	49,4	48,8	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 1° trim.	42,2	41,8	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,8	45,4	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,6
2° trim.	45,0	44,6	12,8	12,8	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	40,8
3° trim.	43,0	42,7	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,6	13,6	16,2	3,0	1,1	0,5	0,3	43,7
2009 1° trim.	42,3	42,1	10,6	12,6	15,4	1,8	1,0	0,2	0,2	38,8

2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 1° trim.	46,9	43,3	10,3	4,6	3,5	24,9	21,3	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,3
2° trim.	47,1	43,6	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,3	2,1
3° trim.	47,1	43,4	10,2	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,4	-1,1
4° trim.	51,1	46,3	11,1	5,6	3,1	26,5	23,0	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,7	3,2	24,9	21,3	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,8
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,7	3,3	24,8	21,5	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,5
3° trim.	46,0	42,7	9,9	4,8	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,3	-0,2
4° trim.	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,1	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2° trim.	46,1	42,7	10,2	4,8	3,2	24,5	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	45,8	42,3	9,9	4,9	3,0	24,6	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 1° trim.	45,2	42,1	10,0	4,6	2,9	24,5	21,0	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,8	0,1
2° trim.	45,4	42,2	10,2	4,8	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	1,0	0,1	3,1
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,8	2,9	24,4	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,6	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 1° trim.	44,3	41,1	9,8	4,6	2,9	23,8	20,3	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,6	41,4	9,9	4,7	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,2	4,3
3° trim.	44,9	41,2	9,5	4,8	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
4° trim.	50,2	45,1	10,6	5,7	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 1° trim.	44,5	41,4	9,7	4,6	2,9	24,1	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2° trim.	45,1	41,7	10,0	4,8	3,1	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,1	3,1
3° trim.	45,2	41,8	9,6	4,9	3,0	24,2	21,0	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
4° trim.	51,6	46,5	11,0	5,9	2,8	26,8	22,9	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,8	0,0
2009 1° trim.	47,9	44,5	10,5	5,0	3,0	26,0	22,2	1,3	3,4	2,1	1,2	-5,6	-2,6

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2006 2° trim.	70,4	2,5	11,6	4,9	51,4
3° trim.	69,9	2,5	11,6	4,7	51,1
4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,3
2007 1° trim.	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,2	5,1	50,3
3° trim.	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
4° trim.	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 1° trim.	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
2° trim.	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
3° trim.	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
4° trim.	69,3	2,3	10,8	6,7	49,5
2009 1° trim.	73,1	2,3	10,9	7,9	52,0

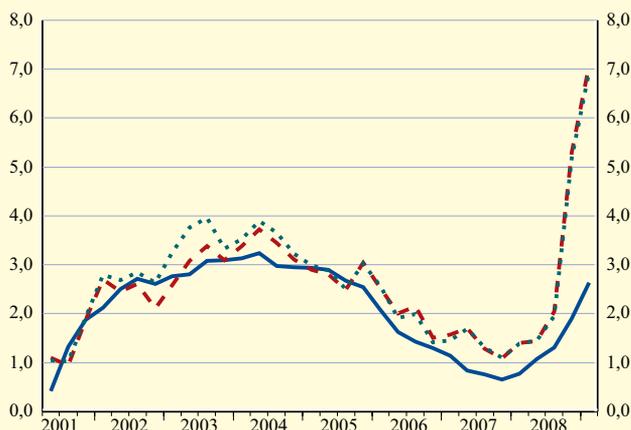
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno 11	
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2006 2° trim.	3,2	0,1	3,3	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,6	2,6
3° trim.	1,2	-1,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,3	0,9
4° trim.	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,3	-2,8
2007 1° trim.	4,9	-2,1	2,8	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,1	5,2
2° trim.	3,7	1,2	4,9	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	-0,2	3,5
3° trim.	-0,5	-1,3	-1,7	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,9	-3,4
2008 1° trim.	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,0	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,2
2° trim.	3,7	-0,1	3,6	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,0	3,6
3° trim.	2,0	-2,2	-0,2	-1,0	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,3	1,5
4° trim.	9,3	-2,8	6,5	6,6	0,6	3,4	0,8	1,8	0,0	-0,2	9,3
2009 1° trim.	13,5	-5,6	8,0	6,9	4,9	1,5	-0,2	0,7	-0,1	1,1	13,6

F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

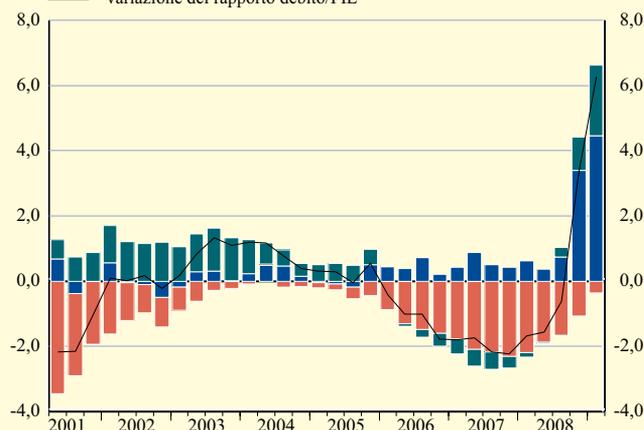
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F30 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) Dati relativi agli Euro 16.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

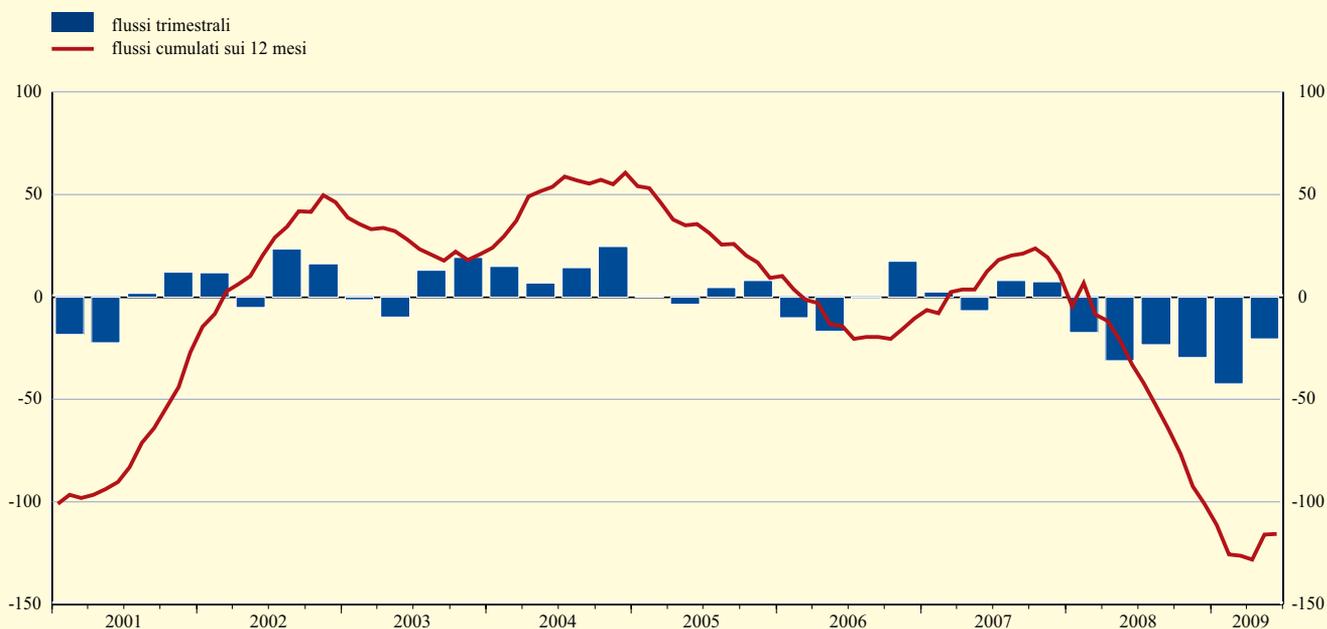
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-101,0	-6,0	42,8	-41,3	-96,4	12,0	-89,0	303,3	-242,3	441,5	-56,7	164,6	-3,9	-214,3
2008 2° trim.	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
3° trim.	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
4° trim.	-29,5	-0,6	6,2	-9,8	-25,3	1,0	-28,5	126,3	-77,7	204,2	-16,7	17,0	-0,4	-97,9
2009 1° trim.	-42,4	-10,3	0,8	-2,6	-30,2	1,5	-40,8	147,9	-38,5	179,4	14,3	-13,0	5,7	-107,0
2° trim.	-20,5	11,2	9,3	-23,5	-17,5	2,5	-18,0	16,7	-8,9	94,0	28,2	-94,1	-2,5	1,3
2008 lug.	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
ago.	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
set.	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
ott.	-8,1	3,9	1,5	-2,7	-10,9	-0,1	-8,2	75,0	-12,0	142,6	-3,2	-44,5	-7,9	-66,7
nov.	-16,0	-4,0	1,4	-4,2	-9,2	1,3	-14,6	15,1	-51,9	53,7	-9,5	23,2	-0,4	-0,5
dic.	-5,3	-0,5	3,3	-2,9	-5,2	-0,3	-5,6	36,3	-13,9	7,9	-4,0	38,3	7,9	-30,7
2009 gen.	-28,4	-13,9	0,2	-3,5	-11,2	0,2	-28,3	45,4	-9,4	2,3	7,2	39,9	5,3	-17,2
feb.	-7,0	0,3	0,5	-1,7	-6,2	0,5	-6,5	34,5	-8,5	81,4	2,9	-42,5	1,2	-28,0
mar.	-7,0	3,3	0,0	2,6	-12,9	0,9	-6,1	68,0	-20,6	95,7	4,2	-10,4	-0,8	-61,9
apr.	-9,4	3,9	2,3	-7,2	-8,4	2,0	-7,4	-2,5	-4,5	-9,0	7,7	3,1	0,1	9,9
mag.	-11,9	2,2	3,6	-11,4	-6,2	0,2	-11,6	26,6	4,8	58,0	10,4	-44,4	-2,3	-15,0
giu.	0,8	5,1	3,4	-4,9	-2,9	0,3	1,0	-7,4	-9,2	44,9	10,1	-52,8	-0,3	6,4
lug.	8,8	12,6	4,0	-1,1	-6,6	0,6	9,4	-34,1	5,3	-23,0	6,4	-19,4	-3,5	24,7
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 lug.	-102,5	3,5	29,4	-39,4	-96,0	6,6	-95,9	269,9	-154,2	547,0	24,0	-150,1	3,2	-174,0

F31 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

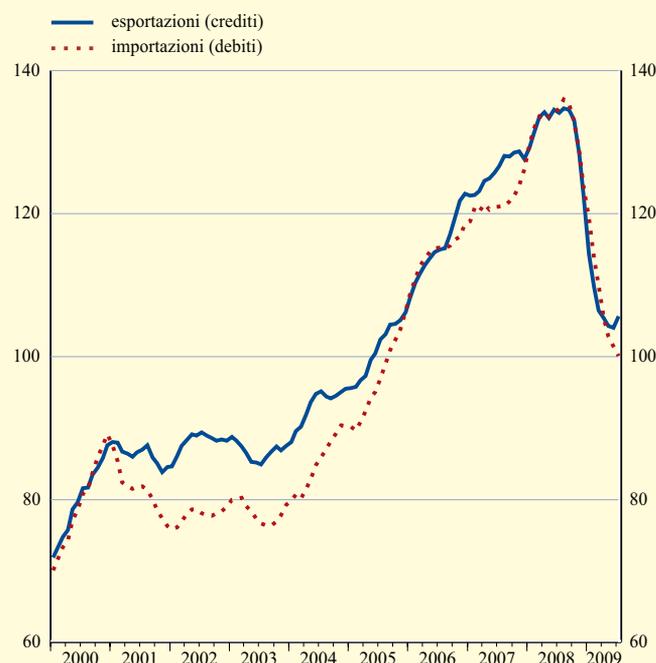
7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori	12	Rimesse dei lavoratori	13	14	15
2006	2.423,8	2.434,3	-10,5	1.396,8	1.384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2.686,1	2.675,0	11,1	1.513,7	1.467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2.761,1	2.862,0	-101,0	1.579,5	1.585,5	506,5	463,8	586,0	627,3	89,0	6,7	185,5	21,3	25,7	13,7
2008 2° trim.	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
3° trim.	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
4° trim.	674,8	704,2	-29,5	378,4	379,0	127,3	121,0	141,7	151,5	27,4	1,8	52,7	5,5	4,7	3,8
2009 1° trim.	560,0	602,4	-42,4	308,3	318,6	108,9	108,1	117,7	120,3	25,1	1,4	55,4	4,9	4,2	2,6
2° trim.	563,4	583,9	-20,5	311,0	299,8	113,3	104,0	121,6	145,1	17,5	-	35,0	-	4,8	2,3
2009 mag.	184,3	196,2	-11,9	99,2	97,1	37,3	33,7	42,0	53,4	5,8	.	12,0	.	0,9	0,7
giu.	193,3	192,5	0,8	107,6	102,5	39,3	36,0	40,0	44,9	6,3	.	9,2	.	1,1	0,9
lug.	198,0	189,2	8,8	116,8	104,2	42,3	38,4	34,6	35,7	4,3	.	10,9	.	1,4	0,8
	Dati destagionalizzati														
2008 2° trim.	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
3° trim.	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
4° trim.	653,8	697,1	-43,2	366,6	370,4	125,8	117,3	139,0	160,3	22,5	.	49,0	.	.	.
2009 1° trim.	581,4	625,7	-44,3	319,3	329,7	120,0	115,3	121,6	133,0	20,5	.	47,7	.	.	.
2° trim.	563,3	573,8	-10,5	312,1	304,2	114,3	107,4	117,9	121,5	19,0	.	40,7	.	.	.
2009 feb.	194,2	206,9	-12,7	106,9	108,0	39,4	37,8	40,0	45,9	7,9	.	15,1	.	.	.
mar.	190,1	200,1	-10,0	105,2	106,3	39,2	38,3	39,3	39,1	6,6	.	16,4	.	.	.
apr.	187,6	193,7	-6,1	104,1	101,7	38,7	35,7	38,6	41,5	6,2	.	14,8	.	.	.
mag.	190,1	190,2	-0,1	103,5	100,6	38,6	35,6	41,7	39,7	6,4	.	14,3	.	.	.
giu.	185,6	189,9	-4,3	104,5	102,0	37,1	36,0	37,6	40,3	6,4	.	11,6	.	.	.

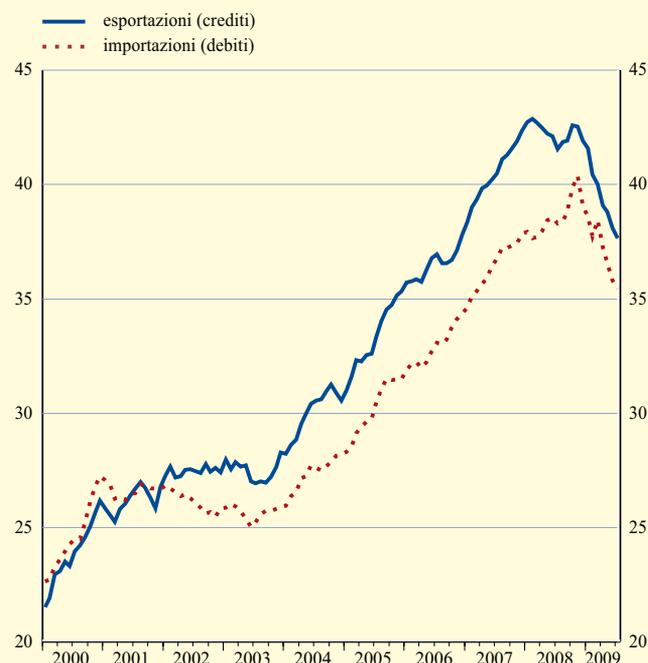
F32 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F33 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Utili reinvestiti			Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
			1	2											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	566,9	616,8	189,4	61,9	134,5	47,4	29,8	25,5	42,7	124,4	123,7	128,1	181,3	204,3
2008 1° trim.	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
2° trim.	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
3° trim.	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
4° trim.	4,9	2,7	136,8	148,8	41,5	8,3	36,3	11,4	8,4	6,3	8,4	21,0	31,0	34,1	47,5	51,0
2009 1° trim.	4,6	2,1	113,1	118,3	38,9	12,9	28,5	17,1	5,2	5,4	7,3	13,5	25,8	33,1	35,8	37,7

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2008 al 1° trim. 2009	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterne all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	Crediti															
Conto corrente	2.640,6	949,6	57,8	80,4	487,6	267,2	56,5	39,1	34,2	83,1	29,8	54,9	96,1	183,3	383,7	786,8
Beni	1.497,5	509,5	34,7	50,4	217,4	206,9	0,0	21,8	18,0	64,0	22,4	32,3	73,0	90,9	183,2	482,5
Servizi	498,5	166,8	12,5	13,1	107,1	28,6	5,6	7,5	6,7	14,7	5,6	11,1	13,5	49,3	77,7	145,5
Redditi	556,6	210,6	9,8	15,4	150,1	28,5	6,7	9,6	8,8	4,0	1,7	11,2	9,2	36,3	115,9	149,3
da capitale	537,8	204,1	9,7	15,2	148,5	27,8	2,9	9,5	8,7	4,0	1,7	11,2	9,1	29,3	114,1	146,0
Trasferimenti correnti	88,1	62,7	0,8	1,6	12,9	3,2	44,2	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,4	6,8	6,9	9,5
Conto capitale	21,0	17,7	0,1	0,0	1,2	0,2	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	1,4	1,1
	Debiti															
Conto corrente	2.766,8	870,3	46,6	80,3	419,8	221,2	102,4	-	31,2	-	-	96,7	-	178,2	388,9	-
Beni	1.511,3	412,0	29,7	47,1	164,1	171,1	0,0	26,6	14,0	177,7	20,7	52,7	101,1	79,1	141,9	485,4
Servizi	465,0	140,6	8,3	11,3	87,7	33,1	0,2	5,6	6,8	11,3	4,6	8,3	9,0	39,6	97,0	142,4
Redditi	603,9	204,7	7,6	20,7	155,7	12,1	8,6	-	8,6	-	-	35,2	-	53,5	142,0	-
da capitale	593,4	198,6	7,5	20,6	154,2	7,7	8,6	-	8,6	-	-	35,1	-	53,0	141,0	-
Trasferimenti correnti	186,5	112,9	1,0	1,2	12,4	4,8	93,6	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,0	52,0
Conto capitale	13,4	2,5	0,0	0,1	1,2	0,2	1,0	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,4	7,3
	Saldo															
Conto corrente	-126,1	79,3	11,3	0,1	67,7	46,1	-45,9	-	3,0	-	-	-41,8	-	5,1	-5,1	-
Beni	-13,8	97,4	5,0	3,3	53,4	35,8	0,0	-4,8	3,9	-113,7	1,7	-20,4	-28,1	11,8	41,3	-2,9
Servizi	33,5	26,2	4,2	1,8	19,4	-4,5	5,3	1,9	0,0	3,4	1,0	2,8	4,5	9,8	-19,3	3,1
Redditi	-47,4	5,9	2,3	-5,3	-5,6	16,4	-1,9	-	0,2	-	-	-24,0	-	-17,2	-26,1	-
da capitale	-55,7	5,5	2,2	-5,4	-5,7	20,1	-5,7	-	0,2	-	-	-23,9	-	-23,7	-26,9	-
Trasferimenti correnti	-98,4	-50,2	-0,2	0,4	0,6	-1,6	-49,4	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,7	-1,1	-42,5
Conto capitale	7,5	15,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	15,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-6,2

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni e altre variazioni del periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2004	8.602,5	9.518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2.268,7	2.235,4	3.045,0	4.080,2	-37,4	3.045,2	3.202,9	281,0
2005	10.785,2	11.605,3	-820,2	132,4	142,5	-10,1	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.109,1	-21,4	3.805,8	4.052,0	322,5
2006	12.258,8	13.306,1	-1.047,3	143,3	155,6	-12,2	3.131,7	2.728,7	4.371,5	5.866,5	-20,8	4.448,7	4.711,0	327,7
2007	13.750,6	14.915,4	-1.164,9	152,8	165,8	-12,9	3.526,1	3.091,6	4.653,8	6.340,0	-10,2	5.233,5	5.483,9	347,4
2008 4° trim.	13.069,7	14.873,5	-1.803,9	141,0	160,5	-19,5	3.742,5	3.223,1	3.723,6	5.985,8	1,2	5.228,2	5.664,6	374,2
2009 1° trim.	12.776,8	14.762,3	-1.985,5	139,0	160,6	-21,6	3.771,7	3.229,1	3.609,5	6.029,9	-44,8	5.044,7	5.503,3	395,7
Variazioni nelle consistenze														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2.182,7	2.086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1.028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1.473,6	1.700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1.491,8	1.609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 4° trim.	-859,4	-311,8	-547,6	-36,3	-13,2	-23,1	-34,9	24,4	-557,5	-43,2	-22,0	-248,3	-292,9	3,3
2009 1° trim.	-292,8	-111,2	-181,6	-13,4	-5,1	-8,3	29,2	6,0	-114,0	44,0	-46,0	-183,6	-161,3	21,6
Transazioni														
2005	1.329,2	1.339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1.680,0	1.821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1.896,7	1.937,9	-41,2	21,1	21,5	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	698,5	-303,3	4,3	7,5	-3,3	348,1	105,8	-20,2	421,4	56,7	6,7	171,4	3,9
2008 4° trim.	-373,1	-246,8	-126,3	-15,8	-10,4	-5,3	47,6	-30,1	-160,7	43,4	16,7	-277,1	-260,1	0,4
2009 1° trim.	-246,1	-98,2	-147,9	-11,2	-4,5	-6,7	79,3	40,8	-72,2	107,2	-14,3	-233,2	-246,2	-5,7
2° trim.	-81,4	-64,7	-16,7	-3,6	-2,9	-0,7	88,9	80,0	10,5	104,5	-28,2	-155,1	-249,2	2,5
2009 mar.	-122,5	-54,6	-68,0	.	.	.	33,4	12,8	-63,1	32,6	-4,2	-89,6	-100,0	0,8
apr.	78,7	76,2	2,5	.	.	.	59,2	54,7	-0,6	-9,6	-7,7	28,0	31,1	-0,1
mag.	-138,5	-111,9	-26,6	.	.	.	14,3	19,0	8,9	66,9	-10,4	-153,5	-197,9	2,3
giu.	-21,6	-29,0	7,4	.	.	.	15,4	6,2	2,2	47,1	-10,1	-29,5	-82,3	0,3
lug.	-32,7	-66,8	34,1	.	.	.	11,6	17,0	5,5	-17,5	-6,4	-46,9	-66,3	3,5
Altre variazioni														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,4	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 4° trim.	2,8	4,7	-	.	.	.	10,0	3,4	-0,7	7,0	.	0,1	3,2	1,1
2009 1° trim.	-3,0	0,1	-	.	.	.	7,2	1,7	-4,0	6,3	.	-9,5	-7,1	-1,9
2° trim.	-4,2	-1,4	-	.	.	.	8,4	4,5	-6,6	5,3	.	-10,4	-11,4	-1,3

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

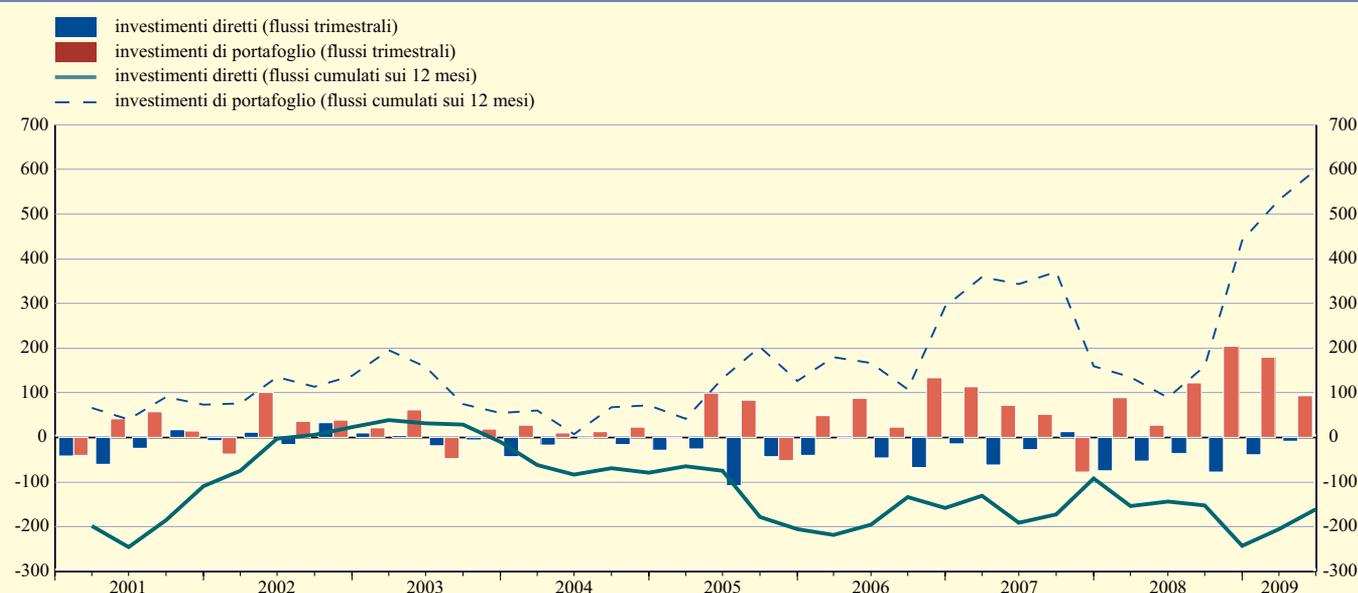
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2006	3.131,7	2.540,4	217,4	2.323,0	591,3	2,2	589,1	2.728,7	2.091,9	65,5	2.026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3.526,1	2.844,3	246,4	2.597,9	681,9	6,3	675,6	3.091,6	2.343,9	69,1	2.274,8	747,7	14,9	732,8
2008 4° trim.	3.742,5	2.951,6	248,7	2.703,0	790,9	6,1	784,7	3.223,1	2.394,4	75,8	2.318,6	828,7	17,1	811,6
2009 1° trim.	3.771,7	2.953,9	254,8	2.699,0	817,8	12,0	805,8	3.229,1	2.403,7	77,7	2.325,9	825,5	17,3	808,2
Transazioni														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	348,1	227,5	14,0	213,5	120,6	-0,2	120,8	105,8	76,9	-1,3	78,2	28,9	1,5	27,4
2008 4° trim.	47,6	27,9	5,8	22,1	19,7	-0,3	20,0	-30,1	8,6	0,0	8,6	-38,7	-0,2	-38,6
2009 1° trim.	79,3	36,2	9,1	27,1	43,1	0,9	42,2	40,8	34,7	1,0	33,7	6,1	0,1	5,9
2° trim.	88,9	66,2	10,2	55,9	22,7	0,6	22,2	80,0	62,3	0,3	62,0	17,7	1,1	16,5
2009 mar.	33,4	13,1	4,0	9,0	20,4	-1,2	21,6	12,8	13,9	-1,7	15,7	-1,1	-0,2	-1,0
apr.	59,2	49,7	6,7	43,0	9,5	1,5	7,9	54,7	47,8	0,3	47,5	6,9	0,1	6,8
mag.	14,3	7,7	0,7	6,9	6,6	0,1	6,5	19,0	5,0	-0,1	5,1	14,1	0,1	14,0
giu.	15,4	8,7	2,8	6,0	6,7	-1,1	7,7	6,2	9,6	0,1	9,4	-3,4	0,9	-4,3
lug.	11,6	2,2	3,0	-0,8	9,4	3,3	6,1	17,0	10,0	0,3	9,8	6,9	0,9	6,1
Tassi di crescita														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 4° trim.	10,0	8,1	5,7	8,3	17,8	-4,5	18,0	3,4	3,3	-1,9	3,5	3,9	8,4	3,8
2009 1° trim.	7,2	5,1	6,0	5,0	15,8	-19,9	16,2	1,7	2,9	-0,7	3,0	-1,8	8,3	-2,0
2° trim.	8,4	6,8	7,0	6,8	14,5	7,8	14,6	4,5	5,8	2,9	5,9	0,7	9,0	0,6

F34 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni del periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM			Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario					
				IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2006	4.371,5	1.936,2	127,8	2,8	1.808,4	37,0	2.056,0	875,0	13,0	1.181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4.653,8	1.984,7	145,2	2,4	1.839,5	44,6	2.231,5	937,4	15,5	1.294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 4° trim.	3.723,6	1.144,8	70,6	3,0	1.074,1	28,0	2.134,3	955,1	19,9	1.179,2	17,0	444,5	376,9	61,6	67,6	1,2
2009 1° trim.	3.609,5	1.053,7	62,2	2,9	991,4	27,9	2.089,4	913,5	17,1	1.175,9	16,1	466,5	389,1	58,9	77,4	1,7
Transazioni																
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-20,2	-113,2	-55,4	0,6	-57,8	-0,5	88,6	48,2	10,3	40,4	2,4	4,4	21,8	21,2	-17,4	0,3
2008 4° trim.	-160,7	-49,9	-4,0	0,4	-45,8	-1,3	-62,1	-16,7	-1,1	-45,4	-0,5	-48,8	-22,1	-5,1	-26,7	0,2
2009 1° trim.	-72,2	-34,4	-7,9	0,0	-26,6	0,2	-57,4	-40,5	-2,4	-16,9	-1,2	19,7	13,4	-0,5	6,3	0,4
2009 2° trim.	10,5	5,3	1,2	0,0	4,1	-	8,0	-14,8	3,5	22,8	-	-2,9	-0,4	-6,6	-2,5	-
2009 mar.	-63,1	-18,4	-5,3	0,0	-13,2	-	-38,9	-32,8	-1,4	-6,1	-	-5,7	-6,6	-0,1	0,9	-
2009 apr.	-0,6	-2,5	0,1	-0,1	-2,6	-	6,9	-6,6	0,6	13,5	-	-5,1	0,3	1,3	-5,4	-
2009 mag.	8,9	3,0	1,2	0,0	1,8	-	-0,1	-9,9	-0,2	9,8	-	6,0	2,2	-1,9	3,9	-
2009 giu.	2,2	4,8	-0,1	0,0	4,9	-	1,3	1,7	3,1	-0,5	-	-3,9	-2,9	-6,1	-1,0	-
2009 lug.	5,5	3,6	0,9	0,0	2,7	-	6,2	-11,7	0,7	17,9	-	-4,3	1,4	0,8	-5,7	-
Tassi di crescita																
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 4° trim.	-0,7	-6,6	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,0	5,1	48,9	3,2	14,6	0,7	6,1	82,5	-22,2	52,8
2009 1° trim.	-4,0	-7,3	-23,2	19,1	-6,1	0,8	-0,4	-2,3	7,9	1,1	4,3	-10,1	-5,9	51,3	-27,8	74,6
2009 2° trim.	-6,6	-8,6	-17,6	15,0	-8,0	-	-4,1	-7,5	0,2	-1,5	-	-12,2	-10,2	-21,6	-22,0	-

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario			
				IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	5.866,5	2.910,8	657,6	2.253,2	2.656,9	953,8	1.705,5	1.019,2	298,8	125,7	173,2	138,0	
2007	6.340,0	3.103,1	754,7	2.348,3	2.917,3	1.128,0	1.789,3	1.113,4	319,6	153,4	166,1	142,5	
2008 4° trim.	5.985,8	2.135,2	574,2	1.561,0	3.255,2	1.148,8	2.106,4	1.374,1	595,4	172,4	423,0	355,9	
2009 1° trim.	6.029,9	2.065,0	593,5	1.471,5	3.337,3	1.139,0	2.198,3	1.437,6	627,6	169,8	457,9	405,3	
Transazioni													
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1	
2008	421,4	-73,5	94,8	-168,6	274,7	42,3	232,6	205,5	220,2	-6,3	226,4	199,2	
2008 4° trim.	43,4	-42,4	19,2	-61,9	-20,0	-44,8	24,7	40,8	105,8	-10,5	116,3	109,1	
2009 1° trim.	107,2	-10,9	4,3	-15,3	82,1	-13,7	95,8	65,4	36,0	1,2	34,8	51,1	
2009 2° trim.	104,5	-5,2	-11,7	6,5	95,7	33,0	62,6	-	14,0	-12,2	26,1	-	
2009 mar.	32,6	24,3	-	-	15,2	-	-	-	-6,9	-	-	-	
2009 apr.	-9,6	-21,9	-	-	-15,4	-	-	-	27,7	-	-	-	
2009 mag.	66,9	11,5	-	-	55,9	-	-	-	-0,5	-	-	-	
2009 giu.	47,1	5,3	-	-	55,1	-	-	-	-13,2	-	-	-	
2009 lug.	-17,5	22,5	-	-	-60,4	-	-	-	20,4	-	-	-	
Tassi di crescita													
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2	
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6	
2008 4° trim.	7,0	-3,2	13,0	-8,7	9,6	3,8	13,1	18,9	65,6	-3,5	135,5	144,6	
2009 1° trim.	6,3	-5,6	3,8	-9,1	9,6	0,9	14,6	17,6	65,3	-5,9	133,9	135,0	
2009 2° trim.	5,3	-5,2	-0,6	-7,1	7,0	-1,4	11,9	-	58,7	-14,2	122,8	-	

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.448,7	14,1	12,7	1,4	2.937,6	2.874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1.377,1	187,9	1.062,1	395,6
2007	5.233,5	39,1	37,7	1,4	3.342,5	3.271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1.744,8	191,1	1.387,7	441,7
2008 4° trim.	5.228,2	28,8	27,7	1,0	3.273,9	3.214,9	59,0	101,2	12,0	41,2	7,2	1.824,3	189,2	1.409,7	443,7
2009 1° trim.	5.044,7	21,7	21,4	0,3	3.093,8	3.037,2	56,6	106,7	12,0	45,4	14,5	1.822,5	176,9	1.416,2	446,2
Transazioni															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	6,7	-9,0	-9,0	0,0	-44,7	-60,0	15,3	-6,6	-1,1	-6,7	-5,9	67,0	9,3	-1,2	-44,8
2008 4° trim.	-277,1	-6,9	-7,0	0,0	-240,9	-250,8	10,0	0,0	-0,3	1,0	-1,9	-29,3	-9,5	-19,0	-3,7
2009 1° trim.	-233,2	-8,2	-8,2	0,0	-222,1	-220,3	-1,8	6,5	0,0	5,8	9,1	-9,4	-8,6	-1,1	-1,7
2009 2° trim.	-155,1	7,0	-	-	-81,8	-	-	-4,3	-	-	-5,3	-75,9	-	-	-23,5
2009 mar.	-89,6	-2,2	-	-	-90,0	-	-	0,8	-	-	0,8	1,9	-	-	4,0
apr.	28,0	1,6	-	-	39,6	-	-	-9,9	-	-	-10,2	-3,4	-	-	-7,3
mag.	-153,5	0,0	-	-	-64,6	-	-	3,8	-	-	3,7	-92,8	-	-	-21,2
giu.	-29,5	5,3	-	-	-56,9	-	-	1,8	-	-	1,2	20,3	-	-	4,9
lug.	-46,9	-2,2	-	-	-37,2	-	-	-4,5	-	-	-4,4	-3,1	-	-	-7,5
Tassi di crescita															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 4° trim.	0,1	-26,4	-27,1	5,0	-1,3	-1,8	21,7	-6,2	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	4,8	-0,1	-10,6
2009 1° trim.	-9,5	-57,3	-58,7	6,0	-13,6	-14,1	11,2	4,6	-6,4	9,0	35,9	-0,9	-2,9	-3,1	-14,2
2009 2° trim.	-10,4	-28,7	-	-	-13,4	-	-	-5,5	-	-	-42,6	-4,6	-	-	-6,9

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2006	4.711,0	116,3	116,1	0,2	3.484,8	3.430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1.058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5.483,9	201,7	201,4	0,2	3.938,7	3.871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1.291,7	158,4	1.024,1	109,3
2008 4° trim.	5.664,6	481,5	481,2	0,3	3.762,9	3.704,2	58,6	61,7	0,0	57,7	3,9	1.358,6	166,4	1.076,7	115,5
2009 1° trim.	5.503,3	404,0	400,9	3,2	3.708,6	3.650,0	58,6	58,6	0,0	55,2	3,4	1.332,1	161,0	1.057,1	114,0
Transazioni															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	171,4	280,0	280,0	0,1	-181,4	-192,3	10,9	9,5	0,0	10,9	-1,4	63,2	6,3	57,5	-0,5
2008 4° trim.	-260,1	110,6	110,7	-0,1	-411,7	-418,0	6,3	9,0	0,0	8,6	0,4	32,0	-3,9	29,0	6,8
2009 1° trim.	-246,2	-81,5	-84,4	2,9	-112,1	-110,8	-1,3	-2,1	0,0	-0,9	-1,2	-50,5	-8,8	-37,1	-4,7
2009 2° trim.	-249,2	-89,3	-	-	-81,4	-	-	-3,0	-	-	-	-75,4	-	-	-
2009 mar.	-100,0	5,6	-	-	-114,2	-	-	1,1	-	-	-	7,5	-	-	-
apr.	31,1	-28,9	-	-	37,8	-	-	-0,6	-	-	-	22,8	-	-	-
mag.	-197,9	-20,2	-	-	-66,7	-	-	0,1	-	-	-	-111,2	-	-	-
giu.	-82,3	-40,2	-	-	-52,5	-	-	-2,6	-	-	-	13,0	-	-	-
lug.	-66,3	-15,7	-	-	-30,8	-	-	-0,2	-	-	-	-19,7	-	-	-
Tassi di crescita															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 4° trim.	3,2	140,9	141,1	20,8	-4,6	-4,9	16,1	18,3	-4,8	23,5	-28,3	4,9	4,0	5,6	-0,8
2009 1° trim.	-7,1	82,4	81,3	709,6	-13,6	-14,0	9,2	15,5	0,9	17,9	-19,4	-2,3	-3,5	-1,6	-7,5
2009 2° trim.	-11,4	19,0	-	-	-15,0	-	-	12,2	-	-	-	-6,9	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

7. Altri investimenti: attività

	Riserve ufficiali													Per memoria		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,3	-38,5
2008 3° trim.	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	187,3	-185,3
4° trim.	374,2	217,0	349,190	4,7	7,3	145,1	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	0,0	0,1	262,8	-245,7
2009 1° trim.	395,7	240,4	349,059	4,8	8,4	142,1	8,4	3,7	129,9	0,6	108,2	21,1	0,1	0,1	155,4	-141,4
2009 giu.	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,1	9,5	6,5	119,9	-	-	-	0,2	0,1	77,6	-65,6
lug.	386,5	230,8	347,531	4,2	11,5	139,2	9,2	9,7	120,1	-	-	-	0,2	0,8	67,6	-59,5
ago.	428,0	232,7	347,515	45,2	11,6	138,1	11,2	7,9	119,0	-	-	-	0,1	0,4	62,7	-55,0
	Transazioni															
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 4° trim.	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
2009 1° trim.	-5,7	-0,9	-	0,0	0,9	-5,7	2,2	-4,9	-3,7	0,0	-6,6	2,9	0,6	0,0	-	-
2° trim.	2,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita															
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 4° trim.	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-
2009 1° trim.	-1,9	-1,1	-	4,6	131,3	-6,3	139,6	-90,4	6,7	2,6	3,8	24,9	1.001,7	-	-	-
2° trim.	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2007	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
All'estero	3.526,1	1.285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Azioni/utili reinvestiti	2.844,3	1.012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Debito	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Nell'area dell'euro	3.091,6	1.383,2	41,2	115,4	1.194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Azioni/utili reinvestiti	2.343,9	1.127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Debito	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
Investimenti di portafoglio: attività	4.653,8	1.371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1.493,5	630,2	26,8	633,3
Azioni	1.984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Strumenti di debito	2.669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Obbligazioni e note	2.231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Strumenti di mercato monetario	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
Altri investimenti	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
Attività	5.233,5	2.571,9	104,5	72,3	2.242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Amministrazioni pubbliche	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
IFM	3.381,6	1.916,2	86,7	52,1	1.663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Altri settori	1.744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
Passività	5.483,9	2.735,8	259,8	81,0	2.120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Amministrazioni pubbliche	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
IFM	4.140,4	2.142,4	249,6	58,4	1.660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Altri settori	1.291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
dal 2° trim. 2008 al 1° trim. 2009	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	205,6	86,5	-0,4	7,1	54,4	25,4	0,0	-7,4	3,1	-1,2	-34,7	91,9	18,2	0,0	49,4
All'estero	260,6	82,1	1,7	19,3	40,2	20,9	0,0	2,3	3,3	3,8	-20,2	98,1	35,5	0,0	55,7
Azioni/utili reinvestiti	146,2	33,7	0,9	7,9	11,7	13,1	0,0	4,4	4,1	3,5	-18,5	63,7	18,0	0,0	37,3
Debito	114,4	48,4	0,8	11,4	28,4	7,8	0,0	-2,1	-0,7	0,3	-1,7	34,3	17,5	0,0	18,5
Nell'area dell'euro	55,0	-4,5	2,1	12,2	-14,3	-4,5	0,0	9,7	0,3	5,0	14,6	6,2	17,3	0,0	6,3
Azioni/utili reinvestiti	69,1	-8,6	0,1	6,8	-17,5	2,0	0,0	7,8	0,2	2,8	7,7	23,2	22,8	0,0	13,1
Debito	-14,1	4,1	2,0	5,4	3,2	-6,5	0,0	1,9	0,0	2,2	6,9	-17,0	-5,5	0,0	-6,8
Investimenti di portafoglio: attività	-159,3	30,2	7,2	-3,1	24,4	-2,8	4,6	13,0	-1,3	-16,0	-0,4	-86,9	-77,4	2,7	-23,4
Azioni	-103,2	-16,6	0,9	-4,1	-12,8	-0,5	0,1	9,0	-1,1	-13,8	2,3	-37,4	-28,6	0,0	-17,0
Strumenti di debito	-56,1	46,8	6,3	1,0	37,2	-2,3	4,5	4,0	-0,2	-2,2	-2,6	-49,5	-48,8	2,7	-6,4
Obbligazioni e note	-5,8	61,8	3,4	4,2	54,5	-3,5	3,3	3,6	-0,1	-13,1	0,4	-20,2	-53,1	3,1	11,8
Strumenti di mercato monetario	-50,2	-15,0	3,0	-3,2	-17,3	1,2	1,3	0,5	-0,1	10,9	-3,1	-29,3	4,3	-0,3	-18,2
Altri investimenti	-101,6	-240,2	-12,6	-5,8	-265,0	59,3	-16,1	-5,1	-9,3	44,5	19,7	-123,2	118,6	12,2	81,0
Attività	-521,8	-325,7	-23,6	-13,6	-341,1	52,7	-0,1	1,4	-9,3	-17,5	-51,7	-134,5	8,1	-9,4	16,8
Amministrazioni pubbliche	4,7	4,5	-1,3	-0,2	6,1	-0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	1,2	-1,2
IFM	-510,4	-294,6	-18,5	-11,4	-313,6	49,2	-0,4	0,2	-10,6	-8,0	-48,9	-94,9	-16,0	-10,5	-27,0
Altri settori	-16,1	-35,6	-3,8	-2,0	-33,6	3,9	-0,2	1,2	1,3	-9,5	-2,8	-39,7	24,1	0,0	45,0
Passività	-420,1	-85,5	-11,0	-7,7	-76,1	-6,6	16,0	6,5	-0,1	-62,0	-71,4	-11,4	-110,5	-21,6	-64,1
Amministrazioni pubbliche	7,9	2,8	0,0	-0,1	1,5	0,0	1,4	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	5,0	0,1
IFM	-397,1	-88,4	-11,1	-6,8	-73,8	-4,4	7,6	5,2	0,1	-59,7	-69,2	45,9	-121,4	-26,4	-83,2
Altri settori	-30,9	0,1	0,1	-0,9	-3,8	-2,3	7,0	1,3	-0,2	-2,2	-2,2	-57,3	10,8	-0,2	19,0

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

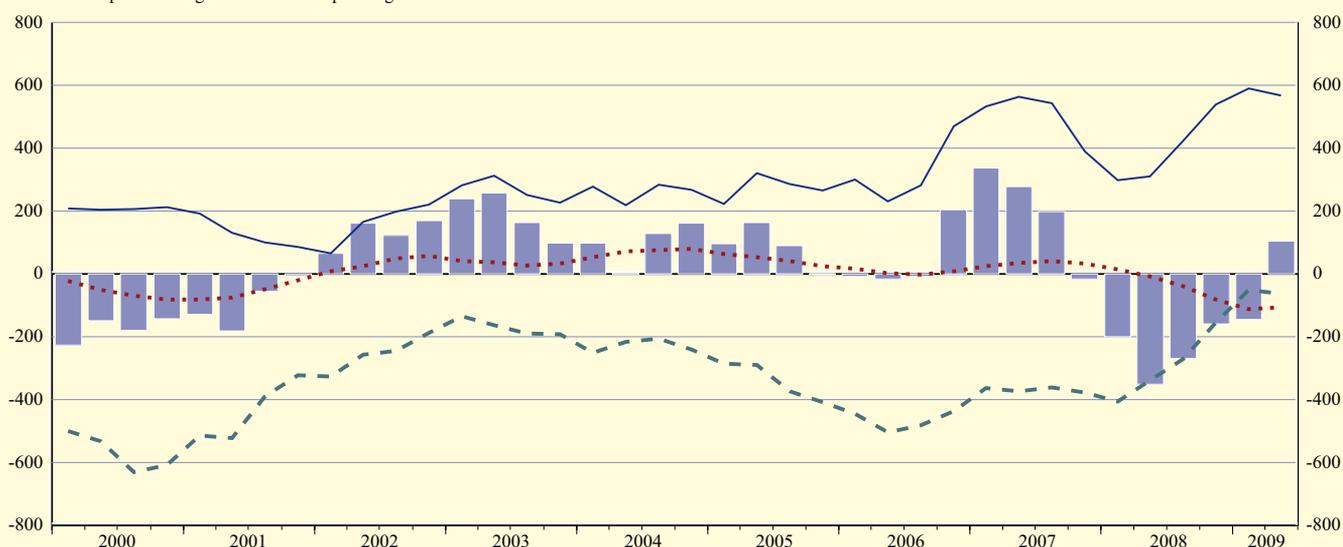
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ²⁾	Strumenti di debito ³⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,9	204,9
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,5	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	6,6	-16,6
2008	-81,9	-334,8	103,6	35,2	-124,0	538,7	-61,2	73,3	-56,6	-213,8	-121,6	-158,8
2008 2° trim.	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,7	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,2	-147,7
3° trim.	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,0	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,0
4° trim.	-26,8	-42,3	-30,7	117,9	-39,4	143,4	28,8	41,3	-16,5	-95,6	80,2	75,9
2009 1° trim.	-40,8	-69,3	40,6	37,2	-7,8	123,5	2,9	-52,6	14,3	-107,0	-59,1	-75,9
2° trim.	-18,0	-78,1	78,9	-24,4	-7,4	129,5	80,2	-78,4	28,2	1,3	111,7	100,9
2008 lug.	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,5	-9,3
ago.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-8,3
set.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	20,6
ott.	-7,6	-8,0	-2,0	75,6	-58,0	92,0	-17,3	41,2	-3,2	-67,4	45,2	55,8
nov.	-14,2	-28,3	-21,0	12,9	3,0	60,7	3,0	19,2	-9,6	0,8	26,4	10,9
dic.	-4,9	-6,0	-7,7	29,4	15,7	-9,3	43,1	-19,0	-3,7	-29,0	8,6	9,2
2009 gen.	-28,3	-19,2	15,3	-13,9	-50,4	54,8	-6,7	-44,1	7,2	-17,2	-102,4	-111,0
feb.	-6,5	-19,4	12,4	32,8	-0,2	57,5	12,3	-17,1	2,9	-28,0	46,7	45,9
mar.	-6,1	-30,7	13,0	18,4	42,7	11,1	-2,7	8,6	4,2	-61,9	-3,4	-10,8
apr.	-7,4	-51,0	54,6	-5,5	-29,1	27,6	13,3	22,2	7,7	9,9	42,4	34,7
mag.	-11,6	-13,5	19,0	-15,5	20,0	52,7	89,0	-111,1	10,4	-15,0	24,4	31,7
giu.	1,0	-13,7	5,3	-3,4	1,7	49,2	-22,0	10,4	10,1	6,4	44,9	34,5
lug.	9,4	-5,3	16,1	-14,9	22,3	-36,3	7,6	-19,8	6,4	24,7	10,1	13,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2009 lug.	-93,2	-254,1	134,1	131,4	-93,8	500,0	99,3	-120,8	24,0	-173,9	153,2	126,5

F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- attività nette sull'estero delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio sotto forma di strumenti di debito ³⁾



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	11,0	8,4	1.508,0	738,7	326,4	401,3	1.282,6	1.491,8	914,3	234,4	323,2	1.019,9	227,5
2008	3,8	7,9	1.563,2	764,7	334,9	410,9	1.304,1	1.600,0	1.012,8	230,5	331,3	1.018,6	288,6
2008 3° trim.	5,7	13,0	398,7	197,0	84,3	103,0	329,2	413,4	269,1	58,8	83,6	257,4	85,5
4° trim.	-4,9	-2,0	366,9	174,0	81,4	95,5	303,9	375,1	229,1	56,0	81,7	241,3	55,2
2009 1° trim.	-21,3	-20,8	311,0	146,9	65,4	86,3	258,7	320,6	181,2	49,4	78,7	213,3	35,6
2° trim.	-23,7	-26,7	308,8	149,5	63,6	84,6	254,3	304,6	169,7	47,3	75,8	201,1	41,3
2009 feb.	-23,4	-21,6	103,4	48,9	22,3	28,6	85,5	105,8	59,4	16,5	26,2	69,9	11,2
mar.	-15,3	-18,2	104,7	50,3	22,0	28,8	88,1	106,2	59,4	16,8	26,2	71,2	12,6
apr.	-26,4	-27,2	103,7	50,6	21,3	28,4	86,5	103,3	57,4	16,2	25,5	68,2	13,0
mag.	-23,0	-27,1	102,0	49,0	21,2	27,9	84,6	100,6	55,7	15,6	25,0	67,1	13,7
giu.	-21,5	-25,9	103,0	49,9	21,1	28,3	83,2	100,7	56,6	15,5	25,3	65,8	14,7
lug.	-19,3	-29,8	107,2					100,4					
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2007	8,6	6,8	144,5	141,3	153,1	144,6	142,1	129,1	123,2	143,3	141,5	134,8	107,7
2008	1,5	-0,1	146,3	140,8	156,6	146,5	143,0	128,3	121,4	142,2	142,3	133,1	106,6
2008 3° trim.	2,6	1,4	147,9	142,7	158,0	146,0	144,0	127,1	120,3	147,2	143,2	134,0	106,6
4° trim.	-7,5	-5,2	136,4	127,0	150,0	136,2	131,1	122,3	114,6	134,1	136,6	122,3	106,7
2009 1° trim.	-21,2	-14,9	117,6	110,7	119,8	124,4	111,9	113,2	104,3	117,4	130,9	109,5	99,3
2° trim.	-22,6	-19,1	118,0	114,5	117,6	122,1	111,7	108,3	97,4	113,3	129,7	105,7	97,2
2009 feb.	-23,6	-15,6	116,5	110,0	122,7	121,7	110,4	112,4	103,1	118,2	130,4	107,9	94,4
mar.	-15,2	-11,8	119,2	114,5	120,8	124,6	114,6	112,2	102,4	118,5	130,8	109,5	101,3
apr.	-25,6	-20,6	119,1	115,8	118,7	124,1	114,0	110,9	99,8	116,2	131,7	107,3	99,8
mag.	-22,2	-19,7	117,3	112,9	117,5	120,5	111,5	107,6	96,5	112,0	127,7	105,6	98,1
giu.	-20,0	-16,9	117,6	114,8	116,5	121,8	109,5	106,5	96,0	111,7	129,7	104,2	93,7
lug.													

2. Prezzi²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Manufatti		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2007	101,8	0,4	2,7	-0,5	0,9	1,8	0,4	105,9	0,1	2,3	-3,5	0,5	1,6	-0,3
2008	103,5	1,6	1,5	-0,4	2,4	25,2	1,5	112,7	6,5	0,2	-3,4	2,4	28,2	0,8
2008 4° trim.	102,7	0,7	2,6	1,3	2,7	-16,0	0,6	106,9	-1,7	0,9	-1,5	3,8	-8,5	0,1
2009 1° trim.	101,2	-1,3	-1,1	1,3	1,4	-32,3	-1,4	101,4	-8,4	-4,1	-0,3	2,7	-28,0	-2,4
2° trim.	100,9	-2,8	-3,9	1,5	0,9	-36,4	-2,7	101,4	-12,4	-6,5	0,1	1,4	-35,3	-4,2
2009 mar.	100,9	-1,8	-2,0	1,5	1,3	-35,1	-1,8	101,1	-9,2	-5,0	0,3	2,7	-29,8	-2,8
apr.	100,8	-2,1	-2,9	1,8	1,1	-36,0	-2,1	100,5	-10,7	-5,5	0,5	2,3	-33,7	-3,2
mag.	100,8	-3,0	-3,9	1,4	0,9	-37,8	-2,9	101,1	-13,1	-6,8	0,1	1,3	-37,2	-4,5
giu.	101,1	-3,3	-4,9	1,4	0,8	-35,4	-3,2	102,7	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-35,0	-5,0
lug.	100,7	-4,0	-5,8	1,3	0,5	-39,1	-3,8	101,5	-15,0	-8,1	-0,5	0,7	-39,2	-5,4
ago.	101,1	-3,6	-6,2	0,8	0,8	-30,5	-3,5	103,1	-12,4	-7,7	-1,1	-0,4	-32,5	-4,9

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione delle "principali categorie di prodotti industriali". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni ed esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non-nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2007	1.508,0	34,1	55,7	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,9	138,1
2008	1.563,2	35,1	54,2	221,7	231,4	78,5	86,5	42,9	187,1	308,0	65,7	33,7	100,4	68,3	149,2
2008 1° trim.	398,6	8,9	14,0	57,3	58,8	19,7	21,4	12,4	49,7	79,1	17,2	8,9	24,0	16,2	37,1
2° trim.	399,0	9,1	14,5	58,2	60,0	20,3	22,2	11,4	47,4	77,9	16,8	8,6	24,9	16,7	36,4
3° trim.	398,7	9,1	14,1	56,5	60,4	20,8	21,8	10,8	46,4	76,6	16,0	8,2	26,7	17,9	37,9
4° trim.	366,9	8,0	11,6	49,7	52,2	17,7	21,2	8,4	43,6	74,4	15,7	8,1	24,8	17,5	37,8
2009 1° trim.	311,0	7,3	10,0	42,3	43,6	12,6	20,0	7,7	39,7	65,0	15,4	7,1	23,4	12,8	26,6
2° trim.	308,8	6,4	9,6	42,3	42,0	12,2	19,2	8,3	37,5	70,4	16,7	7,0	22,7	12,2	26,0
2009 feb.	103,4	2,3	3,3	13,9	14,1	4,3	6,7	2,5	12,9	22,1	5,2	2,4	7,9	4,3	8,9
mar.	104,7	2,4	3,4	14,2	14,7	4,2	6,5	2,7	13,8	22,6	5,6	2,2	7,8	4,2	8,3
apr.	103,7	2,3	3,2	14,2	14,3	4,2	6,4	2,7	12,6	23,2	5,6	2,4	7,6	4,2	8,8
mag.	102,0	2,2	3,1	13,8	13,9	3,8	6,3	2,8	12,5	23,3	5,6	2,2	7,5	4,1	8,7
giu.	103,0	2,0	3,3	14,3	13,8	4,2	6,5	2,8	12,4	23,9	5,5	2,4	7,6	3,9	8,4
lug.	107,2	.	.	.	.	4,2	6,5	3,0	12,6	24,6	5,7	2,6	7,7	5,1	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,7	4,2	2,2	6,4	4,4	9,6
Importazioni (c.i.f.)															
2007	1.491,8	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,7	59,1	113,4	75,2	94,0
2008	1.600,0	30,3	52,4	165,6	185,7	119,1	69,6	32,3	137,4	478,2	184,1	57,0	139,7	81,7	107,8
2008 1° trim.	403,5	7,3	13,7	43,8	46,4	30,0	16,8	8,6	34,6	121,3	44,6	14,8	34,7	20,3	25,9
2° trim.	407,9	7,8	13,6	42,6	47,6	30,9	17,5	8,5	33,7	120,1	45,0	14,6	36,9	20,3	28,2
3° trim.	413,4	8,0	13,4	42,2	48,0	33,7	17,9	8,1	35,4	123,4	47,9	14,1	37,5	21,3	24,6
4° trim.	375,1	7,2	11,6	37,0	43,7	24,6	17,4	7,1	33,7	113,4	46,5	13,5	30,6	19,8	29,1
2009 1° trim.	320,6	6,8	9,3	31,7	39,1	17,7	16,7	6,6	33,1	98,8	42,1	11,4	23,9	14,9	21,9
2° trim.	304,6	6,2	8,8	29,9	38,2	18,1	16,1	6,3	28,3	92,5	39,7	10,2	23,0	14,3	23,1
2009 feb.	105,8	2,2	3,1	10,5	12,8	5,3	5,6	2,2	11,0	32,1	13,7	3,6	8,2	4,9	7,8
mar.	106,2	2,3	3,1	10,4	13,5	6,1	5,5	2,3	11,8	32,6	13,8	3,6	7,5	5,1	6,0
apr.	103,3	2,1	2,9	10,0	12,9	5,8	5,5	2,0	9,4	31,6	13,8	3,4	7,9	4,8	8,3
mag.	100,6	2,1	2,9	10,0	12,7	5,9	5,3	2,1	9,8	30,5	13,0	3,4	7,3	4,7	7,3
giu.	100,7	2,0	3,0	9,9	12,6	6,4	5,2	2,1	9,1	30,3	12,9	3,4	7,8	4,8	7,5
lug.	100,4	.	.	.	.	6,7	5,3	2,2	9,0	29,9	12,5	3,3	7,5	4,9	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,3	11,6	7,4	4,4	2,0	8,6	29,9	11,5	3,6	8,7	5,1	6,8
Saldo															
2007	16,2	5,4	3,5	61,3	46,8	-34,3	15,1	9,0	64,2	-159,8	-112,1	-24,8	-25,8	-13,3	44,1
2008	-36,7	4,7	1,8	56,0	45,7	-40,6	16,9	10,6	49,7	-170,1	-118,4	-23,2	-39,3	-13,4	41,4
2008 1° trim.	-4,9	1,5	0,3	13,5	12,3	-10,2	4,6	3,8	15,0	-42,2	-27,5	-5,9	-10,7	-4,1	11,3
2° trim.	-8,9	1,3	0,8	15,5	12,4	-10,6	4,6	2,8	13,7	-42,2	-28,2	-6,0	-12,1	-3,6	8,2
3° trim.	-14,7	1,1	0,7	14,2	12,4	-12,9	3,9	2,6	11,0	-46,8	-31,9	-5,9	-10,8	-3,3	13,2
4° trim.	-8,2	0,8	0,0	12,7	8,6	-6,9	3,7	1,3	10,0	-39,0	-30,8	-5,4	-5,8	-2,3	8,7
2009 1° trim.	-9,6	0,5	0,6	10,6	4,5	-5,1	3,3	1,1	6,6	-33,8	-26,7	-4,4	-0,5	-2,2	4,8
2° trim.	4,2	0,2	0,8	12,4	3,8	-5,9	3,2	2,1	9,2	-22,1	-23,0	-3,2	-0,4	-2,1	2,9
2009 feb.	-2,4	0,0	0,2	3,5	1,4	-1,0	1,1	0,3	1,9	-10,1	-8,5	-1,1	-0,4	-0,6	1,1
mar.	-1,5	0,1	0,3	3,8	1,2	-1,9	1,0	0,4	2,0	-10,0	-8,2	-1,3	0,2	-0,8	2,3
apr.	0,4	0,2	0,3	4,2	1,4	-1,6	0,9	0,7	3,3	-8,4	-8,2	-1,1	-0,3	-0,6	0,5
mag.	1,5	0,1	0,2	3,7	1,2	-2,0	1,0	0,7	2,7	-7,2	-7,4	-1,1	0,2	-0,5	1,5
giu.	2,3	0,0	0,3	4,5	1,2	-2,2	1,2	0,6	3,3	-6,4	-7,4	-1,0	-0,3	-0,9	1,0
lug.	6,8	.	.	.	.	-2,5	1,3	0,9	3,6	-5,3	-6,8	-0,7	0,2	0,2	.

Fonte: Eurostat.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,3	102,4	105,2	100,7	110,1	103,8
2007	107,9	109,0	107,2	105,8	109,7	103,8	114,3	107,2
2008	113,0	113,6	110,3	110,4	116,8	109,2	120,0	111,1
2008 3° trim.	114,1	114,4	110,6	111,5	118,3	110,0	120,8	111,6
4° trim.	109,1	109,6	105,8	106,7	115,4	105,7	116,7	107,7
2009 1° trim.	111,9	112,2	107,2	109,3	121,5	109,3	120,1	110,4
2° trim.	113,2	113,4	107,8	110,4	127,6	110,1	121,1	111,2
3° trim.	114,3	114,3	108,8	.	.	.	122,4	112,1
2008 set.	112,0	112,1	108,4	-	-	-	118,7	109,4
ott.	107,9	108,2	104,7	-	-	-	115,4	106,4
nov.	107,1	107,5	103,8	-	-	-	114,5	105,6
dic.	112,4	112,9	108,7	-	-	-	120,3	111,0
2009 gen.	111,9	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
feb.	110,4	110,7	105,7	-	-	-	118,6	109,1
mar.	113,3	113,4	108,1	-	-	-	121,6	111,7
apr.	112,5	112,8	107,2	-	-	-	120,5	110,6
mag.	113,0	113,2	107,7	-	-	-	120,9	110,9
giu.	114,0	114,3	108,5	-	-	-	122,0	112,0
lug.	113,8	113,8	108,2	-	-	-	121,9	111,6
ago.	113,9	113,9	108,4	-	-	-	122,0	111,7
set.	115,2	115,3	109,8	-	-	-	123,5	113,0
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 set.	1,2	1,2	1,3	-	-	-	1,2	1,1
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 set.	2,9	2,8	1,2	-	-	-	4,1	3,3

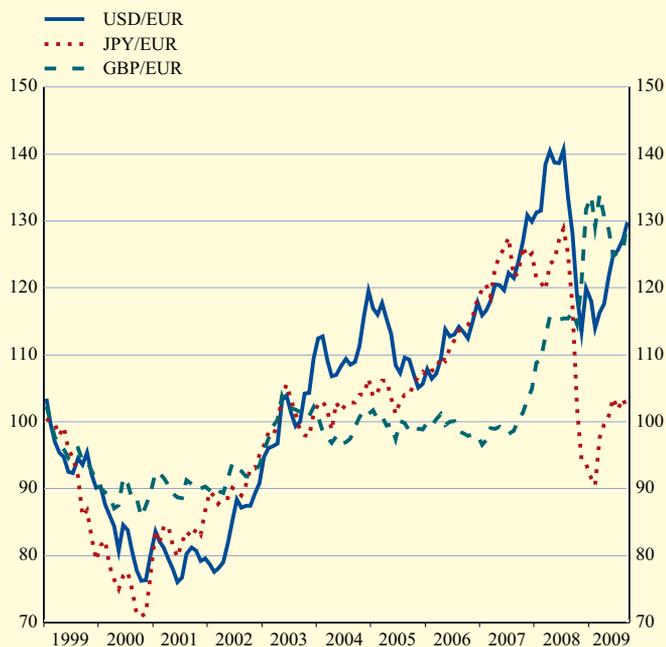
F36 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F37 Tassi di cambio bilaterali

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009 1° trim.	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1.847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2° trim.	7,4471	10,7806	0,87883	1,3632	132,59	1,5138	1.747,10	10,5657	2,0050	1,5883	8,8431	1,7917
3° trim.	7,4442	10,4241	0,87161	1,4303	133,82	1,5195	1.772,14	11,0854	2,0570	1,5704	8,7397	1,7169
2009 mar.	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1.894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
apr.	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1.760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
mag.	7,4468	10,5820	0,88445	1,3650	131,85	1,5118	1.710,18	10,5807	1,9939	1,5712	8,7943	1,7831
giu.	7,4457	10,8713	0,85670	1,4016	135,39	1,5148	1.768,80	10,8638	2,0357	1,5761	8,9388	1,7463
lug.	7,4458	10,8262	0,86092	1,4088	133,09	1,5202	1.778,43	10,9182	2,0421	1,5824	8,9494	1,7504
ago.	7,4440	10,2210	0,86265	1,4268	135,31	1,5236	1.768,99	11,0587	2,0577	1,5522	8,6602	1,7081
set.	7,4428	10,1976	0,89135	1,4562	133,14	1,5148	1.768,58	11,2858	2,0720	1,5752	8,5964	1,6903
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 set.	0,0	-0,2	3,3	2,1	-1,6	-0,6	0,0	2,1	0,7	1,5	-0,7	-1,0
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 set.	-0,2	6,6	11,5	1,3	-13,1	-5,0	8,5	0,9	0,8	3,6	5,4	-3,6
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009 1° trim.	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
2° trim.	26,679	15,6466	0,7065	3,4528	285,71	4,4523	1,9558	4,1963	7,3528	2,1410		
3° trim.	25,597	15,6466	0,7019	3,4528	271,35	4,1978	1,9558	4,2263	7,3232	2,1444		
2009 mar.	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
apr.	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
mag.	26,731	15,6466	0,7092	3,4528	281,93	4,4103	1,9558	4,1700	7,3515	2,1251		
giu.	26,545	15,6466	0,7015	3,4528	280,46	4,5084	1,9558	4,2131	7,2954	2,1675		
lug.	25,793	15,6466	0,7006	3,4528	272,06	4,2965	1,9558	4,2184	7,3307	2,1378		
ago.	25,646	15,6466	0,7013	3,4528	270,05	4,1311	1,9558	4,2183	7,3287	2,1236		
set.	25,346	15,6466	0,7039	3,4528	271,84	4,1584	1,9558	4,2420	7,3102	2,1711		
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 set.	-1,2	0,0	0,4	0,0	0,7	0,7	0,0	0,6	-0,3	2,2		
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 set.	3,5	0,0	-0,3	0,0	12,9	23,2	0,0	17,0	2,6	21,7		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Bath thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,8435	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,4186	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14.165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009 1° trim.	3,0168	8,9066	-	64,7948	15.174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2° trim.	2,8245	9,3107	-	66,3982	14.334,53	4,8340	18,1648	2,2565	65,097	43,7716	11,5242	47,294
3° trim.	2,6699	9,7702	-	69,1909	14.285,93	5,0333	18,9695	2,1232	68,815	44,7703	11,1618	48,575
2009 mar.	3,0198	8,9210	-	66,8026	15.477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
apr.	2,9197	9,0110	-	66,0471	14.552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
mag.	2,8232	9,3157	-	66,1762	14.137,45	4,8057	17,9969	2,2663	64,600	43,5678	11,4475	47,241
giu.	2,7391	9,5786	-	66,9191	14.315,40	4,9305	18,6813	2,1967	67,036	43,5553	11,2718	47,844
lug.	2,7221	9,6246	-	68,2333	14.241,51	4,9963	18,8143	2,1873	67,724	44,3881	11,2007	47,969
ago.	2,6314	9,7485	-	68,9570	14.270,78	5,0185	18,5571	2,1097	68,803	45,1972	11,3415	48,543
set.	2,6520	9,9431	-	70,4154	14.346,84	5,0862	19,5255	2,0691	69,967	44,7624	10,9495	49,239
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 set.	0,8	2,0	-	2,1	0,5	1,3	5,2	-1,9	1,7	-1,0	-3,5	1,4
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 set.	3,1	1,2	-	7,6	6,8	2,8	27,8	-2,8	4,3	23,1	-5,5	-0,1

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla Corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

9

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IACP											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 4° trim.	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 1° trim.	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2° trim.	3,1	1,0	1,1	0,2	4,4	4,9	3,6	4,3	6,1	1,7	2,1
2009 apr.	3,8	1,3	1,1	0,9	5,9	5,9	3,2	4,3	6,5	1,8	2,3
mag.	3,0	0,9	1,1	0,3	4,4	4,9	3,8	4,2	5,9	1,7	2,2
giu.	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
lug.	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,1	2,6	4,9	4,5	5,0	1,8	1,8
ago.	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
2009 mar.	7,73	5,16	3,44	-	11,32	14,50	11,65	6,22	9,38	2,94	3,00
apr.	7,24	5,25	3,50	-	11,15	14,50	10,63	6,19	9,77	3,18	3,16
mag.	7,08	5,06	3,62	-	11,09	14,50	10,01	6,31	8,32	3,57	3,41
giu.	7,30	5,45	3,76	-	12,75	14,50	10,15	6,34	11,26	3,62	3,53
lug.	7,56	5,41	3,74	-	12,75	14,50	8,81	6,19	11,46	3,37	3,55
ago.	7,77	5,09	3,60	-	12,81	14,50	8,40	6,08	11,46	3,45	3,45
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2009 mar.	6,58	2,49	3,28	7,11	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
apr.	6,05	2,50	2,94	6,51	12,43	6,94	9,56	4,20	13,61	1,00	1,53
mag.	5,98	2,30	2,67	6,27	13,41	6,81	11,30	4,52	11,23	0,95	1,36
giu.	5,94	2,17	2,35	6,20	21,25	8,14	-	4,60	10,22	0,97	1,24
lug.	5,69	2,09	2,06	6,16	16,94	8,41	9,99	4,26	9,21	0,67	1,00
ago.	5,30	1,92	1,94	5,85	13,06	7,98	9,02	4,16	9,06	0,62	0,78
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,1	1,6	7,2	10,0	8,9	1,2	6,8	6,2	2,6	2,6
2008	6,0	2,7	-1,2	-3,6	-4,6	3,0	0,6	4,9	7,1	-0,2	0,7
2008 4° trim.	3,5	0,5	-3,7	-9,2	-10,7	-1,3	-2,2	2,6	2,9	-5,1	-1,8
2009 1° trim.	-3,5	-4,5	-3,6	-15,0	-18,5	-11,6	-5,6	1,7	-6,2	-6,5	-4,9
2° trim.	-4,9	-5,5	-7,0	-16,1	-17,3	-20,4	-7,3	1,4	-8,7	-6,1	-5,5
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,8	-20,6	-12,8	-6,1	-3,6	-12,9	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,6	-8,4	-11,1	-10,1	-6,0	-3,9	-11,8	6,1	-1,4
2008 4° trim.	-30,9	-5,2	2,8	-3,5	-6,5	-3,4	-6,1	-4,6	-8,3	5,3	-1,9
2009 1° trim.	-17,2	4,5	0,5	0,8	4,3	4,7	0,1	2,6	-4,1	7,6	-1,0
2° trim.	-12,2	-2,7	3,7	6,3	17,0	2,4	4,5	-0,2	-5,6	8,6	-2,8
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	2,9	4,2	17,3	27,3	10,3	5,4	2,6	.	4,7	3,0
2008	16,2	5,0	7,1	14,1	23,0	10,6	4,5	6,5	.	2,6	2,5
2008 4° trim.	17,5	5,2	9,1	12,2	18,5	9,3	-	12,2	-	6,0	1,8
2009 1° trim.	16,1	5,8	6,2	10,0	3,6	10,0	-	5,6	-	8,4	2,9
2° trim.	14,2	4,9	9,9	3,4	-3,2	11,2	-	.	-	7,4	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,6	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 4° trim.	5,2	4,5	3,8	7,7	10,3	8,1	8,1	6,9	5,9	6,8	6,3
2009 1° trim.	6,0	5,5	4,8	11,0	13,2	11,0	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
2° trim.	6,3	6,3	5,9	13,3	16,4	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
2009 apr.	6,2	6,1	5,7	-	15,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,2	7,5
mag.	6,3	6,3	5,9	-	16,5	13,7	9,7	8,0	6,4	8,5	7,7
giu.	6,4	6,5	6,1	-	17,1	13,7	9,6	8,0	6,4	8,8	7,8
lug.	6,8	6,7	6,0	-	17,6	16,7	9,5	8,0	.	9,1	.
ago.	7,1	6,9	5,9	-	18,3	.	9,6	8,0	.	9,4	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

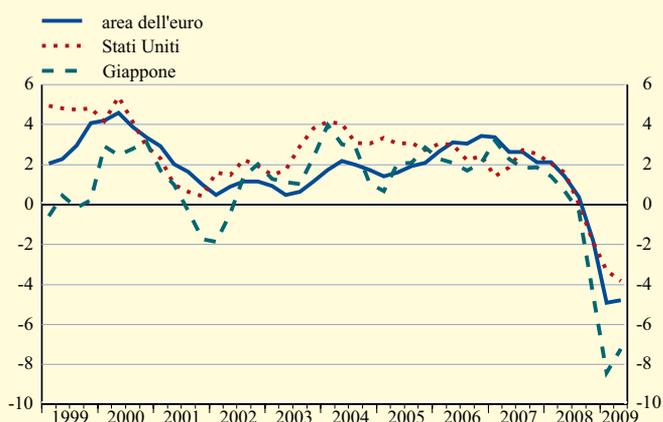
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo)	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2005	3,4	2,3	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	5,05	1,2441	-3,3	48,2
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,0
2008 3° trim.	5,3	1,8	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,61	1,5050	-6,4	52,0
4° trim.	1,6	1,7	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,0
2009 1° trim.	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,1	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,8	59,7
2° trim.	-1,2	-1,2	-3,8	-14,6	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	.	.
3° trim.	.	.	.	.	9,6	.	0,41	3,61	1,4303	.	.
2009 mag.	-1,3	.	.	-14,8	9,4	8,8	0,82	3,82	1,3650	.	.
giu.	-1,4	.	.	-14,9	9,5	9,0	0,62	3,95	1,4016	.	.
lug.	-2,1	.	.	-13,4	9,4	8,1	0,52	3,90	1,4088	.	.
ago.	-1,5	.	.	-12,1	9,7	7,8	0,42	3,77	1,4268	.	.
set.	.	.	.	.	9,8	.	0,30	3,61	1,4562	.	.
Giappone											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-1,1	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,7	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	.	.
2008 3° trim.	2,2	1,3	-0,3	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
4° trim.	1,0	4,3	-4,5	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	.	.
2009 1° trim.	0,0	4,9	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2° trim.	.	.	-7,2	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,40	1,45	133,82	.	.
2009 mag.	-1,1	.	.	-29,6	5,2	2,7	0,53	1,43	131,85	.	.
giu.	-1,8	.	.	-23,6	5,4	2,5	0,49	1,41	135,39	.	.
lug.	-2,2	.	.	-22,7	5,7	2,7	0,43	1,51	133,09	.	.
ago.	-2,2	.	.	-18,7	.	2,8	0,40	1,44	135,31	.	.
set.	.	.	.	.	.	.	0,36	1,45	133,14	.	.

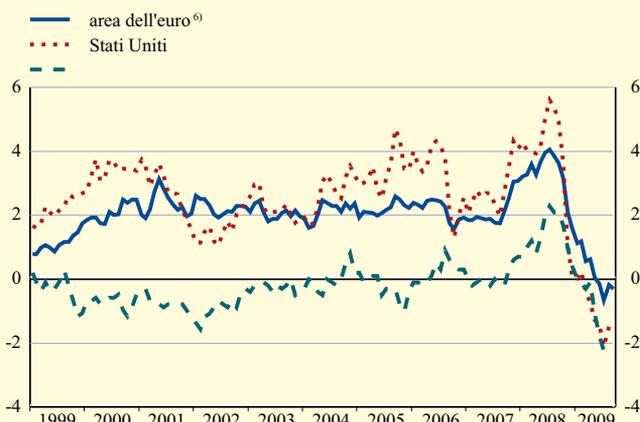
F38 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F39 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.
- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F27	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F30	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F31	Saldi di conto corrente	S60
F32	Conto dei beni	S60
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F36	Tassi di cambio effettivi	S72
F37	Tassi di cambio bilaterali	S72
F38	PIL a prezzi costanti	S75
F39	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2006.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle tavole 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito solo per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno i investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra

tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nella passività.

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono ri-classificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule k) e l), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industria-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

li non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

**RELATIVE ALLA TAVOLA 2
DELLA SEZIONE 7.1**

**DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO
CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S72). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del con-

to corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLA SEZIONE 7.3

**CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA
PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI**

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre dell'anno.

NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato Comma Separated Value (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 7 ottobre 2009.

Tutti i dati relativi al 2009 si riferiscono agli Euro 16 (ovvero all'area dell'euro, inclusa la Slovacchia) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per l'anno di ingresso nell'area dell'euro di Grecia (2001), Slovenia (2007), Cipro (2008), Malta (2008) e Slovacchia (2009), calcolate su basi che coprono l'anno precedente quello di ingresso, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dell'entrata di tali paesi nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso della Slovacchia sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si

basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del

Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell’FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L’andamento dei principali indicatori economici per l’area dell’euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell’ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell’anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell’area dell’euro soggette all’obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali (BCN) partecipanti sono escluse dall’aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell’ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall’aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L’ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell’area dell’euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell’Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell’area dell’euro presso l’Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell’Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l’emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell’UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell’Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote

e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie (IFM), ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli

aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nell'appendice: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema Europeo dei Conti 1995 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il

saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto / indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ciascun singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i cosiddetti conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 (ovvero, gli Euro 15 più la Slovacchia) per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali,

la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti

nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a "zero coupon" e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM

dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello

di Svensson³). Sono disponibili anche gli *spreads* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio

(sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁴). A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁵). La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁶). I prezzi alla produzione riflettono i prezzi ex-fabbrica e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

6) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 10 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁷⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁸⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5,

7) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

8) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁹⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche¹⁰⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹¹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹²⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre un segno positivo nel conto finanziario indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale

9) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

10) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

11) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

12) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni all'Unione europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India e alla Russia. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte

sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla scomposizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e 6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic cate-

gories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza fine di lucro. Riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore (c.i.f.) al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici

riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islan-

da, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

I tassi di cambio bilaterali riportati nella sezione 8.2 sono medie mensili di quelli pubblicati giornalmente come tassi di riferimento per queste valute. Nella colonna 26 è stato inserito per la prima volta il tasso di cambio della rupia indiana nei confronti dell'euro. I valori precedenti al 1° gennaio 2009 sono tuttavia da considerarsi indicativi.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale

rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009. Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di

rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo della BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE E 8 OTTOBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.



DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2008

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2008. Per i *Working Paper*, che da gennaio 2009 (dal numero 989 in poi) sono disponibili solo online, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra luglio e settembre 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

Rapporto annuale 2008, aprile 2009.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2008.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, maggio 2008.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.

Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.

L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.

L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.

La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.

Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.

Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.

Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.

Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.

Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.

Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.

Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.

Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.

La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.

Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.

I dieci anni del Patto di stabilità e crescita, ottobre 2008.

Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali, ottobre 2008.

Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro, novembre 2008.

Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario, novembre 2008.

I dieci anni di Target e l'avvio di Target2, novembre 2008.

Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro, gennaio 2009.
Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti, gennaio 2009.
I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.
Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 2009.
Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, aprile 2009.
Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro, aprile 2009.
Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea, aprile 2009.
Aspettative e conduzione della politica monetaria, maggio 2009.
Cinque anni di appartenenza all'UE, maggio 2009.
Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy, maggio 2009.
L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, luglio 2009.
L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007, luglio 2009.
La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE, luglio 2009.
Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro, agosto 2009.
La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti, agosto 2009.
La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro, ottobre 2009.
Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone, ottobre 2009.
Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di policy, ottobre 2009.

STATISTICS POCKET BOOK

Publicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, di S. Kerjean, giugno 2008.
- 7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Mas-Guix, luglio 2008.
- 8 *National rescue measures in response to the current financial crisis*, di A. Petrovic e R. Tutsch, luglio 2009.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.

- 83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro*, di Z. Polański e A. Winkler, agosto 2008.
- 94 *The changing role of the exchange rate in a globalised economy*, di F. di Mauro, R. Ruffer e I. Bunda, settembre 2008.
- 95 *Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems*, del gruppo di esperti del Comitato per le relazioni internazionali sulle sfide per la stabilità finanziaria nei paesi candidati, settembre 2008.
- 96 *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, di L. Bê Duc, F. Mayerlen e P. Sola, settembre 2008.
- 97 *Globalisation and the competitiveness of the euro area*, di F. di Mauro e K. Forster, settembre 2008.
- 98 *Will oil prices decline over the long run?*, di R. Kaufmann, P. Karadeloglou e F. di Mauro, ottobre 2008.
- 99 *The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches*, di A. M. Agresti, P. Baudino e P. Poloni, novembre 2008.
- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

WORKING PAPER SERIES

- 1066 *Universal banks and corporate control: evidence from the global syndicated loan market*, di M. A. Ferreira e P. Matos, luglio 2009.
- 1067 *The dynamic effects of shocks to wages and prices in the United States and the euro area*, di R. Duarte e C. R. Marques, luglio 2009.
- 1068 *Asset price misalignments and the role of money and credit*, di D. Gerdesmeier, H.-E. Reimers e B. Roffia, luglio 2009.
- 1069 *Housing finance and monetary policy*, di A. Calza, T. Monacelli e L. Stracca, luglio 2009.
- 1070 *Monetary policy committees: meetings and outcomes*, di J. M. Berk e B. K. Bierut, luglio 2009.
- 1071 *Booms and busts in housing markets: determinants and implications*, di L. Agnello e L. Schuknecht, luglio 2009.
- 1072 *How important are common factors in driving non-fuel commodity prices? A dynamic factor analysis*, di I. Vansteenkiste, luglio 2009.
- 1073 *Can non-linear real shocks explain the persistence of PPP exchange rate disequilibria?*, di T. Peltonen, M. Sager e A. Popescu, luglio 2009.
- 1074 *Wages are flexible, aren't they? Evidence from monthly micro wage data*, di P. Lünnemann e L. Wintr, luglio 2009.
- 1075 *Bank risk and monetary policy*, di Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, luglio 2009.
- 1076 *Optimal monetary policy in a new Keynesian model with habits in consumption*, di C. Leith, I. Moldovan e R. Rossi, luglio 2009.
- 1077 *The reception of public signals in financial markets – what if central bank communication becomes stale?*, di M. Ehrmann e D. Sondermann, agosto 2009.
- 1078 *On the real effects of private equity investment: evidence from new business creation*, di A. Popov e P. Roosenboom, agosto 2009.
- 1079 *EMU and European government bond market integration*, di P. Abad, H. Chuliá, e M. Gómez-Puig, agosto 2009.
- 1080 *Productivity and job flows: heterogeneity of new hires and continuing jobs in the business cycle*, di J. Kilponen e J. Vanhala, agosto 2009.
- 1081 *Liquidity premia in German government bonds*, di J. W. Ejsing e J. Sihvonen, agosto 2009.
- 1082 *Disagreement among forecasters in G7 countries*, di J. Dovern, U. Fritsche e J. Slacalek, agosto 2009.
- 1083 *Evaluating microfoundations for aggregate price rigidities: evidence from matched firm-level data on product prices and unit labour cost*, di M. Carlsson e O. Nordström Skansz, agosto 2009.
- 1084 *How are firms' wages and prices linked: survey evidence in Europe*, di M. Druant, S. Fabiani, G. Kezdi, A. Lamo, F. Martins e R. Sabbatini, agosto 2009.
- 1085 *An empirical study on the decoupling movements between corporate bonds and CDS spreads*, di I. Alexopoulou, M. Andersson e O. M. Georgescu, agosto 2009.
- 1086 *Euro area money demand: empirical evidence on the role of equity and labour markets*, di G. J. de Bondt, settembre 2009.
- 1087 *Modelling global trade flows: results from a GVAR model*, di M. Bussière, A. Chudik e G. Sestieri, settembre 2009.
- 1088 *Inflation perceptions and expectations in the euro area: the role of news*, di C. Badarinta e M. Buchmann, settembre 2009.

- 1089 *The effects of monetary policy on unemployment dynamics under model uncertainty: evidence from the United States and the euro area*, di C. Altavilla e M. Ciccarelli, settembre 2009.
- 1090 *New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers*, di J. F. Cogan, T. Cwik, J. B. Taylor e V. Wieland, settembre 2009.
- 1091 *Money talks*, di M. Hoerova, C. Monnet e T. Temzelides, settembre 2009.
- 1092 *Inflation and output volatility under asymmetric incomplete information*, di G. Carboni e M. Ellison, settembre 2009.
- 1093 *Determinants of government bond spreads in new EU countries*, di I. Alexopoulou, I. Bunda e A. Ferrando, settembre 2009.
- 1094 *Signals from housing and lending booms*, di I. Bunda e M. Ca'Zorzi, settembre 2009.
- 1095 *Memories of high inflation*, di M. Ehrmann e P. Tzamourani, settembre 2009.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).

Oversight framework for card payment schemes – standards, gennaio 2008 (disponibile solo online).

The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, febbraio 2008.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, marzo 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics quality framework (SQF), aprile 2008 (disponibile solo online).

Quality assurance procedures within the ECB statistical function, aprile 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics – an overview, aprile 2008 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report 2007, aprile 2008 (disponibile solo online).

Financial integration in Europe, aprile 2008.

Financial Stability Review, giugno 2008.

Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, giugno 2008.

The international role of the euro, luglio 2008 (disponibile solo online).

Payment systems and market infrastructure oversight report, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments, luglio 2008.

CCBM2 User Requirements 4.1, luglio 2008 (disponibile solo online).

Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007, settembre 2008.

New procedure for constructing ECB staff projection ranges, settembre 2008 (disponibile solo online).

Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation, settembre 2008 (disponibile solo online).

Euro money market survey, settembre 2008 (disponibile solo online).

EU banking structures, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008, novembre 2008.

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, novembre 2008.

The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of “legally and operationally located in the euro area”, novembre 2008 (disponibile solo online).

Single Euro Payments Area – sixth progress report, novembre 2008 (disponibile solo online).

EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans, novembre 2008 (disponibile solo online).

Government finance statistics guide, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Financial Stability Review, dicembre 2008.

Covered bonds in the EU financial system, dicembre 2008 (disponibile solo online).

The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (disponibile solo online).

Euro money market study 2008, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight policy framework, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, febbraio 2009 (disponibile solo online).

European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Guiding principles for bank asset support schemes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields, marzo 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem’s SEPA expectations, marzo 2009 (disponibile solo online).

Housing finance in the euro area, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).

Manual on investment fund statistics, maggio 2009 (disponibile solo online).

EU banks’ funding structures and policies, maggio 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET2 oversight assessment report, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report, maggio 2009 (disponibile solo online).

The ECB’s advisory role – overview of opinions (1994-2008), maggio 2009.

Financial Stability Review, giugno 2009.

Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), giugno 2009 (disponibile solo online).

The international role of the euro, luglio 2009.

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme, luglio 2009 (disponibile solo online).

Oversight framework for direct debit schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

Oversight framework for credit transfer schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

The Eurosystem's stance on the Commission's consultation document on the review of Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes, agosto 2009 (disponibile solo online).

Legal framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks. ECB legal acts and instruments. 2009 update, agosto 2009.

EU banking sector stability, agosto 2009 (disponibile solo online).

Credit default swaps and counterparty risk, agosto 2009 (disponibile solo online).

OCT derivatives and post-trading infrastructures, settembre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – August 2009, settembre 2009 (disponibile solo online).

Consultation of the European Commission on 'Possible initiatives to enhance the resilience of OTC derivatives markets': Eurosystem contribution, settembre 2009 (disponibile solo online).

ECB survey on access to finance for small and medium-sized enterprises in the euro area, settembre 2009 (disponibile solo online).

The euro at ten – lessons and challenges – Fifth ECB Central Banking Conference, atti, settembre 2009.

Euro money market survey, settembre 2009 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2008.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, giugno 2008.

A single currency – an integrated market infrastructure, settembre 2008.

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2009.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, aprile 2009.

The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, luglio 2009.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.): prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [hourly labour cost index]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [index of negotiated wages]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [inflation]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [portfolio investment]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE nominale dell'euro sono calcolati rispetto a due gruppi di paesi partner: il TCE-21 (comprendente gli 11 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-41 (composto dal TCE-21 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prestatore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.