



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE  
NOVEMBRE**

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

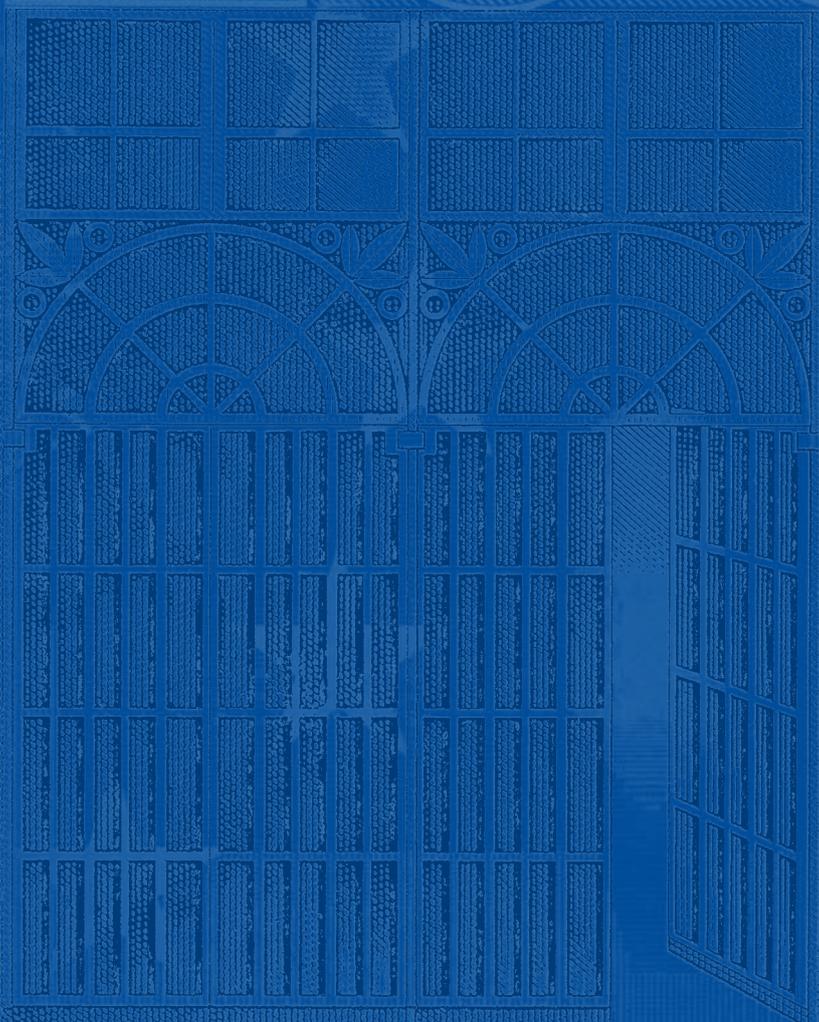
09 | 2009

10 | 2009

**11 | 2009**

12 | 2009

2009





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



## BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 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 4 novembre 2009.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



# INDICE

## EDITORIALE

- 5 L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria **87**

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

- Il contesto esterno all'area dell'euro **9**
- Gli andamenti monetari e finanziari **14**
- Prezzi e costi **48**
- La produzione, la domanda e il mercato del lavoro **63**
- I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti **69**
- Riquadri:
- 1 Il ruolo delle attività e passività sull'estero delle IFM nell'ambito del recente processo di riduzione della leva finanziaria **19**
- 2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro **22**
- 3 Un quadro giuridico aggiornato per la raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE **40**
- 4 I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2009 **42**
- 5 Nuove serie statistiche che misurano l'impatto delle imposte indirette sull'inflazione al consumo **50**
- 6 Gli andamenti della quota dei profitti sulla produzione **55**
- 7 Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il quarto trimestre del 2009 **57**
- 14 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO** **SI**
- 48 ALLEGATI**
- Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**
- Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008 **V**
- Glossario **XIII**

## ARTICOLI

- La comunicazione della banca centrale in periodi di elevata incertezza **77**

## 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 il 5 novembre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. L'attuale livello dei tassi di interesse continua a essere adeguato. Le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dell'8 ottobre confermano le aspettative del Consiglio direttivo. Secondo la stima rapida dell'Eurostat il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è stato pari al -0,1 per cento in ottobre, ma dovrebbe tornare a registrare valori positivi nei prossimi mesi, per poi mantenersi su livelli moderati nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, gli ultimi dati continuano a segnalare un miglioramento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. Il Consiglio direttivo si attende una graduale ripresa dell'attività nell'area dell'euro nel 2010, pur prendendo atto dell'elevata incertezza che permane circa le prospettive economiche. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine 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 del protratto rallentamento 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, i dati pervenuti e gli indicatori disponibili basati sulle indagini congiunturali continuano a segnalare un miglioramento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. In particolare, l'area dell'euro dovrebbe beneficiare del contributo del ciclo delle scorte e della ripresa delle esportazioni, nonché dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tenendo conto dell'insieme delle informazioni disponibili, nella seconda parte dell'anno il tasso di crescita trimestrale del PIL in termini reali potrebbe riportarsi su livelli positivi. L'incertezza resta nondimeno elevata,

data la natura temporanea di alcuni dei fattori favorevoli. Guardando oltre la volatilità dei dati pervenuti, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe recuperare a un ritmo graduale nel 2010, poiché nel medio periodo risentirà probabilmente del processo di aggiustamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno sia all'esterno dell'area.

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 un'eventuale correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per ottobre un tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC del -0,1 per cento, rispetto al -0,3 di settembre. Gli attuali valori negativi dell'inflazione, in linea con le precedenti aspettative, sono principalmente riconducibili alle dinamiche osservate lo scorso anno per i prezzi internazionali delle materie prime. Nei prossimi mesi il tasso di inflazione dovrebbe tornare a registrare valori positivi, anche a causa di effetti base. In seguito, sull'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria ci si attende che l'inflazione si mantenga su livelli positivi 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'obiet-

tivo 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; in particolare, sono connessi 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.

Passando all'analisi monetaria, in settembre hanno mostrato un'ulteriore riduzione sia il tasso di crescita sui 12 mesi di M3, all'1,8 per cento, sia quello dei prestiti al settore privato, al -0,3 per cento. Questa flessione concomitante conforta la valutazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

Nei prossimi mesi i tassi di crescita degli aggregati monetari risentiranno con ogni probabilità dell'impatto al ribasso esercitato dagli effetti base connessi con l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie lo scorso anno. Tuttavia, l'aspetto più sostanziale è che l'espansione di M1 e di M3 continua a riflettere l'attuale configurazione dei tassi di interesse. Se da un lato il ridotto differenziale tra i tassi su diversi depositi a breve termine stimola riallocazioni verso le attività più liquide comprese in M1, dall'altro l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti favorisce simili ricomposizioni da M3 verso depositi a più lungo termine e titoli non inclusi in questo aggregato.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato non finanziario è divenuto lievemente negativo a settembre; sia l'espansione sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie sia quella alle famiglie sono diminuite ulteriormente, registrando valori negativi. Nel contempo, i flussi mensili dei prestiti alle famiglie sono rimasti positivi, segnando persino un aumento, mentre quelli alle società non finanziarie sono risultati negativi. Per quanto concerne le famiglie, gli ultimi dati confermano ulteriormente una stabilizzazione dei tassi di variazione su livelli

contenuti. Quanto alle società non finanziarie, i modesti livelli della produzione e degli scambi, nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese seguitano a contenere la loro domanda di finanziamenti bancari, tendenza che probabilmente perdurerà nei mesi a venire. A tale riguardo, giova osservare che solitamente l'espansione dei prestiti alle imprese aumenta solo con un certo sfasamento temporale rispetto al ciclo dell'attività economica. 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 in favore del settore finanziario, in particolare per quanto riguarda la ricapitalizzazione.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi di interesse continua a essere adeguato. Le informazioni e le analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dell'8 ottobre confermano le aspettative del Consiglio direttivo. Secondo la stima rapida dell'Eurostat il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è stato pari al -0,1 per cento in ottobre, ma dovrebbe tornare a registrare valori positivi nei prossimi mesi, per poi mantenersi su livelli moderati nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, gli ultimi dati continuano a segnalare un miglioramento dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. Il Consiglio direttivo si attende una graduale ripresa dell'attività nell'area dell'euro nel 2010, pur prendendo atto dell'elevata incertezza che permane circa le prospettive economiche. Le aspettative di inflazione a medio-lungo termine 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 termine, a fronte del protratto rallentamento 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, il Consiglio direttivo si attende una trasmissione progressiva dei suoi interventi all'economia. Grazie all'insieme delle misure adottate, la politica monetaria ha favorito quindi la disponibilità di liquidità e la ripresa dell'economia dell'area dell'euro. In prospettiva, tenendo conto del miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, non tutte le misure a sostegno della liquidità saranno altrettanto necessarie che in passato; il Consiglio direttivo assicurerà dunque il tempestivo e graduale rientro di tali misure straordinarie 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 attiene alle politiche fiscali, i governi di molti dei paesi dell'area dell'euro devono far fronte a squilibri di bilancio ampi e in netta ascesa. In assenza di una strategia di uscita chiara e credibile dalle misure adottate, questa situazione potrebbe rischiare seriamente di compromettere la fiducia dei cittadini nella sostenibilità delle finanze pubbliche e nella ripresa economica. Il fabbisogno assai elevato del settore pubblico potrebbe innescare repentini cambiamenti del clima di fiducia dei mercati, determinando tassi di interesse a medio e lungo termine meno favorevoli. A sua volta ciò frenerebbe gli investimenti privati, indebolendo così le basi per un ritorno a una crescita sostenuta. Inoltre, gli elevati livelli di disavanzo e debito pubblico possono rendere più complesso il compito della politica monetaria unica di mantenere la stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo esorta quindi i governi a rendere note e attuare tempestivamente strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose, fondate su ipo-

tesi di crescita realistiche e incentrate soprattutto sulla riforma della spesa. Gli sgravi fiscali dovrebbero essere considerati solo nel medio periodo, una volta che i paesi avranno recuperato un sufficiente margine di manovra nei bilanci. A questo riguardo, le recenti conclusioni del Consiglio Ecofin, che sollecitano ad avviare il processo di risanamento al più tardi nel 2011 e ad andare ben oltre il parametro dello 0,5 per cento del PIL l'anno in termini strutturali, rappresentano il requisito minimo per tutti i paesi dell'area dell'euro. Il successo delle strategie di riequilibrio dei conti dipenderà essenzialmente anche dalla trasparenza delle procedure di bilancio e dall'affidabilità e dalla completezza delle statistiche di finanza pubblica. In questo ambito sono indispensabili progressi rapidi e decisivi per i paesi interessati e per l'insieme dell'area dell'euro.

Passando 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. La moderazione nella fissazione dei salari, una sufficiente flessibilità dei mercati del lavoro ed efficaci incentivi all'occupazione sono indispensabili per prevenire una disoccupazione strutturale molto più elevata nei prossimi anni. Vi è inoltre urgente necessità di politiche che promuovano la concorrenza e l'innovazione per accelerare la ristrutturazione e gli investimenti e creare nuove opportunità imprenditoriali. Riveste un ruolo importante anche un'adeguata ristrutturazione del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono la chiave di volta per rafforzare la tenuta delle banche 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 esamina il ruolo della comunicazione di banca centrale nei periodi di maggiore incertezza, il secondo verte sull'analisi monetaria in presenza di turbolenze finanziarie, infine il terzo pone in prospettiva storica la recente recessione dell'area dell'euro.



# ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

## I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

*Gli indicatori più recenti rafforzano la convinzione che il significativo ridimensionamento dell'attività si sia arrestato e che l'economia mondiale abbia ripreso a crescere. Allo stesso tempo l'inflazione a livello internazionale resta lievemente negativa, per gli effetti base connessi ai prezzi delle materie prime e il notevole margine di capacità inutilizzata. Benché l'incertezza rimanga elevata, i rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.*

### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Gli indicatori più recenti rafforzano la convinzione che il significativo ridimensionamento dell'attività si sia arrestato e che l'economia mondiale abbia ripreso a crescere. A ottobre l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al settore manifatturiero ha raggiunto il suo massimo in oltre tre anni, segnalando una notevole intensificazione della ripresa rispetto ai mesi precedenti. L'indice mostra che l'attività mondiale nel settore manifatturiero cresce da cinque mesi. In ottobre l'espansione è stata piuttosto generalizzata e particolarmente vigorosa in diverse economie avanzate.

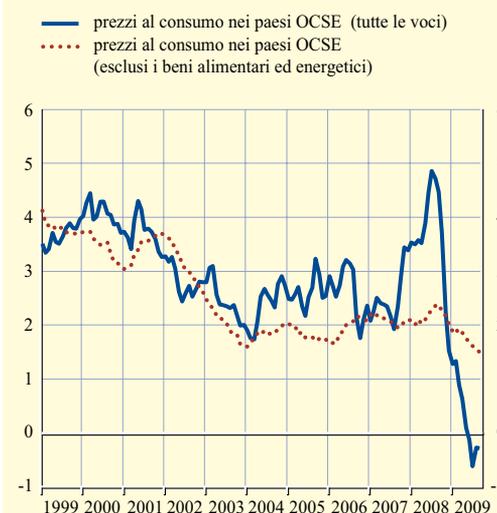
L'inflazione a livello internazionale resta lievemente negativa, per gli effetti base connessi ai prezzi delle materie prime e l'ampio margine di capacità inutilizzata. In settembre l'inflazione generale al consumo sui 12 mesi nell'insieme dell'OCSE è stata pari a -0,3 per cento, invariata da agosto, mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici si è collocata all'1,5 per cento (cfr. figura 1). Il *Global PMI Input Prices Index* relativo al settore manifatturiero evidenzia incrementi pronunciati dei prezzi mondiali di acquisto degli *input* in ottobre, dopo l'accelerazione registrata nel mese di settembre, per motivi in parte riconducibili ai recenti rincari delle materie prime.

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è cresciuta nel terzo trimestre, dopo il forte calo dei trimestri precedenti. Le stime preliminari del Bureau of Economic Analysis indicano che il PIL in termini reali è aumentato del 3,5 per cento in ragione d'anno nel terzo trimestre, dopo quattro trimestri di crescita negativa. La ripresa dell'attività riflette un'espansione della spesa per consumi. Le misure di stimolo adottate dal governo hanno fornito un sostegno temporaneo alla domanda del settore privato, con particolare riferimento alle vendite di autoveicoli. Il ritmo di contrazione degli investimenti delle imprese si è moderato rispetto al trimestre precedente e gli investimenti in edilizia residenziale hanno registrato il primo aumento dalla fine del 2005, in linea con i recenti segnali di stabilizzazione del mercato immobiliare. Le scorte e la spesa pubblica hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL. Gli scambi netti con l'estero hanno fornito un contributo negativo di 0,5 punti percentuali, poiché la ripresa delle importazioni è stata maggiore dell'aumento delle esportazioni. Il disavanzo del bilancio federale è salito a quasi il 10 per cento del PIL nell'esercizio finanziario conclusosi a settembre, contro il 3,2 per cento dell'esercizio precedente.

Figura 1 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Con riferimento ai prezzi, in settembre l'indice statunitense dei prezzi al consumo (IPC) è sceso dell'1,3 per cento sui 12 mesi (-1,5 per cento in agosto). Questo andamento negativo dell'inflazione generale resta 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 in settembre è salito all'1,5 per cento, dall'1,4 del mese precedente. In prospettiva, gli effetti base connessi ai prezzi dei beni energetici si invertiranno progressivamente di segno nei mesi a venire ed è probabile che l'inflazione generale torni ad essere positiva. Tuttavia, il minor grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe contenere le spinte al rialzo sui prezzi.

Il 4 novembre 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. Pur citando il recente miglioramento dell'attività economica, il FOMC continuato a prefigurare che le condizioni economiche dovrebbero giustificare livelli eccezionalmente bassi del tasso sui *federal funds* per un periodo prolungato.

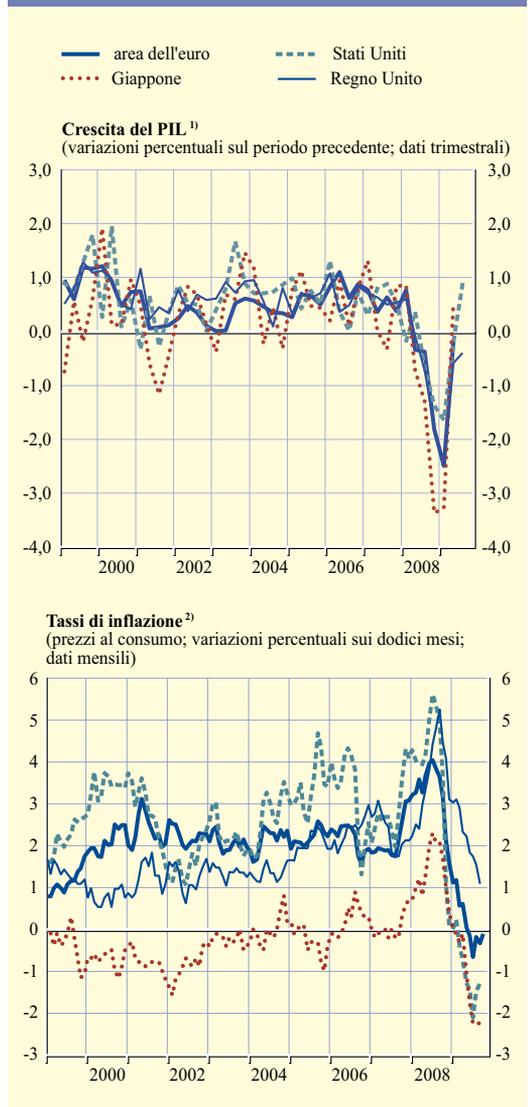
#### GIAPPONE

In Giappone l'attività economica cresce dal secondo trimestre, mentre i prezzi al consumo hanno continuato a calare. La ripresa dell'attività è stata trainata soprattutto dal rafforzamento delle esportazioni, che ha riflesso in parte il forte recupero in altre economie asiatiche. A settembre la produzione industriale è aumentata per il settimo mese consecutivo, dell'1,4 per cento sul mese precedente. La domanda interna privata è tuttavia rimasta relativamente debole alla luce dell'andamento modesto degli utili societari, dell'occupazione e dei redditi.

Negli ultimi mesi l'inflazione è rimasta negativa, per gli effetti base connessi ai prodotti petroliferi e il considerevole margine di capacità inutilizzata. In settembre l'inflazione generale annuale misurata sull'IPC è rimasta invariata a -2,2 per cento, mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è sceso a -1,0 per cento (da -0,9 per cento in agosto).

Nella riunione del 30 ottobre 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.

**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.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito le stime preliminari segnalano una lieve contrazione ulteriore del PIL in termini reali nel terzo trimestre, pari allo 0,4 per cento sul periodo precedente, dopo un calo dello 0,6 per cento nel secondo. Gli andamenti economici nel terzo trimestre sono rimasti notevolmente al di sotto delle attese degli operatori. Nell'insieme, stando agli indicatori dell'attività e del settore immobiliare, l'economia potrebbe registrare un miglioramento nei mesi a venire. In particolare, l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni nel terzo trimestre è salito del 2,8 per cento sul periodo precedente, nonostante il debole andamento dei mutui ipotecari. Allo stesso tempo la rinnovata debolezza della produzione industriale, che in agosto è scesa del 2,5 per cento sul mese precedente, mostra tuttavia che il suddetto miglioramento potrebbe essere piuttosto limitato. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,1 per cento in settembre, dall'1,6 di agosto. Il 5 novembre il Monetary Policy Committee ha deciso di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali. Inoltre, il Committee ha stabilito di incrementare di 25 miliardi di sterline il programma di acquisizione di attività, per un totale di 200 miliardi di sterline.

## ALTRI PAESI EUROPEI

Negli ultimi mesi la situazione economica sembra essere migliorata anche in gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro: in molti di questi il ritmo di contrazione del PIL si è moderato e in alcuni è stata registrata una crescita positiva nel secondo trimestre. 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. In Danimarca è invece 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 a fattori *una tantum*. Negli ultimi mesi l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è diminuita in entrambe le economie e in settembre era pari all'1,4 per cento in Svezia e allo 0,5 per cento in Danimarca.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, gli indicatori recenti segnalano un miglioramento dell'attività economica. Nel secondo trimestre il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato meno negativo in Ungheria e Romania (rispettivamente -2,0 e -1,1 per cento), mentre si è collocato su valori di fatto positivi nella Repubblica Ceca e in Polonia (0,1 e 0,5 per cento). Le informazioni recenti sul clima di fiducia, la produzione industriale e il commercio segnalano nel complesso un ulteriore miglioramento dell'attività nel terzo trimestre. Allo stesso tempo permangono significativi rischi verso il basso, come mostra la crescita della disoccupazione. In settembre l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata negativa nella Repubblica Ceca (-0,3 per cento), riflettendo principalmente gli effetti base dei precedenti aumenti delle imposte indirette e la minore crescita dei prezzi amministrati. È rimasta invece più elevata in Romania, Ungheria e Polonia (rispettivamente al 4,9, 4,8 e 4,0 per cento). Il 19 ottobre la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento principale di 50 punti base, al 7 per cento.

## PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia l'economia ha continuato a riprendersi. Oltre agli stimoli fiscali e all'orientamento monetario accomodante, anche l'aumento dei prezzi delle attività ha sorretto la domanda interna. Le statistiche più recenti sul mercato del lavoro indicano che la disoccupazione, aumentata sulla scia del rallentamento mondiale, ha iniziato a diminuire in alcuni paesi. Il commercio estero non ha tuttavia tenuto il passo con la ripresa economica. Inoltre, l'inflazione sale gradualmente anche se in alcuni paesi il tasso di variazione dei prezzi al consumo resta negativo.



In Cina la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è rimasta vigorosa, salendo all'8,9 per cento nel terzo trimestre e collocandosi su una media del 7,7 per cento nei primi tre trimestri del 2009. Hanno continuato a contribuirvi soprattutto le misure di stimolo fiscale: nei primi tre trimestri di quest'anno gli investimenti fissi trainati dalle iniziative di sostegno all'economia hanno contribuito per 7,3 punti percentuali all'espansione del PIL sul periodo corrispondente. Durante lo stesso periodo il contributo dei consumi è rimasto notevole, a 4,0 punti percentuali. Per la debolezza delle esportazioni, l'avanzo commerciale ha continuato a scendere a settembre pur restando su livelli elevati. La politica monetaria è rimasta accomodante e la crescita del credito vigorosa. I tassi di variazione dei prezzi al consumo sul mese precedente sono diventati positivi nel periodo recente e l'inflazione sui 12 mesi è salita a -0,8 per cento in settembre, da -1,2 per cento in agosto.

### AMERICA LATINA

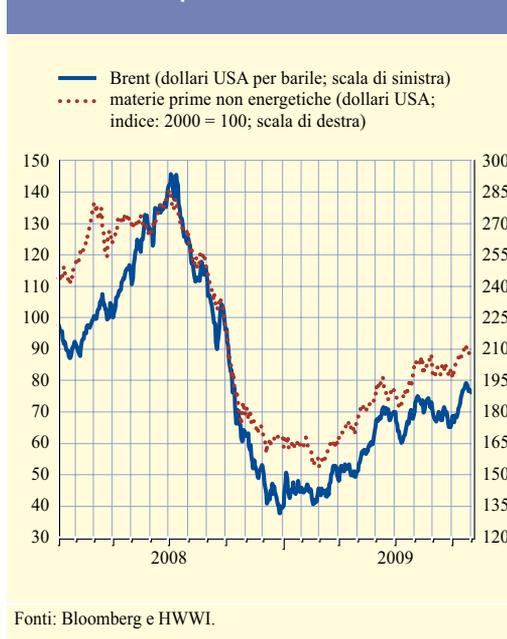
In America latina gli andamenti più recenti dell'attività economica sono rimasti eterogenei nelle principali economie. In Brasile la produzione industriale è scesa del 7,8 per cento sui 12 mesi in settembre, dopo un calo del 7,2 per cento in agosto. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è stata pari al 4,2 per cento in settembre, inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto ad agosto. In Argentina l'economia ha evidenziato alcuni segnali di miglioramento e la produzione industriale in settembre è rimasta invariata sui 12 mesi, dopo essere scesa dell'1,4 per cento in agosto. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche si sono lievemente intensificate e l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è salita al 6,2 per cento in settembre, superiore di quasi 1,0 punti percentuali rispetto al minimo dei cinque anni precedenti registrato in giugno. In Messico l'attività ha mostrato rinnovati segnali di debolezza ad agosto: la produzione industriale è scesa del 7,7 per cento sui 12 mesi e le vendite al dettaglio sono diminuite del 10,3 per cento. L'inflazione sui 12 mesi è lievemente diminuita in settembre, al 4,9 per cento, dal 5,1 di agosto.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi hanno oscillato tra 70 e 75 dollari statunitensi al barile per gran parte di ottobre, prima di registrare un sensibile aumento verso la fine del mese (cfr. figura 3). Il 4 novembre il greggio di qualità Brent è stato quotato a 76,2 dollari per barile, un valore quasi doppio 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 agli 88 dollari.

Per quanto concerne i fondamentali economici, si prevede un aumento della domanda di petrolio e l'Agenzia internazionale per l'energia ha ripetutamente rivisto al rialzo le proiezioni al riguardo per il 2009 e il 2010 (soprattutto in Nord America e in Asia). Anche i dati sugli scambi commerciali della Cina segnalano una robusta crescita della domanda di petrolio, che potrebbe aver intensificato l'aumento dei prezzi. Dal

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



lato dell'offerta, il calo moderato della produzione di greggio nelle economie non appartenenti all'OPEC è stato compensato da un aumento dell'offerta dei paesi dell'OPEC.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati in ottobre. I corsi delle materie prime alimentari hanno registrato un incremento, trainato in particolare dal granoturco e dal cacao. Le quotazioni dei metalli, soprattutto rame e zinco, sono salite per le attese di una ricostituzione delle scorte nei paesi dell'OCSE; anche il prezzo dell'oro è aumentato. A fine ottobre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 23 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

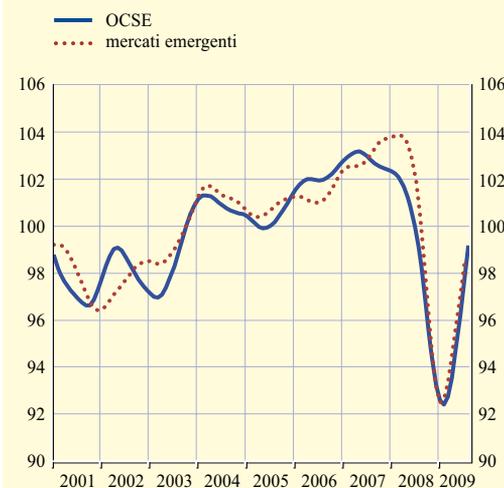
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Gli indicatori anticipatori mostrano che l'attività economica mondiale si sta riprendendo. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE (CLI) relativo ad agosto suggerisce una generale ripresa dell'attività in gran parte dei paesi membri (cfr. figura 4). Anche per le economie emergenti il CLI evidenzia una crescita, benché inferiore rispetto ai mesi precedenti. Inoltre, le statistiche commerciali più recenti segnalano la probabilità di un ritorno in territorio positivo della crescita dell'interscambio mondiale nel terzo trimestre e ciò rafforza le prospettive a breve termine per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro.

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 macroeconomico 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. 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 Indicatori anticipatori compositi 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 settembre indicano che i tassi di crescita sui dodici mesi di M3 e dei prestiti al settore privato hanno entrambi continuato a calare. Tali dati segnalano un'espansione monetaria di fondo che implica spinte inflazionistiche contenute nel medio periodo. In settembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è diventato negativo, pur rimanendo tuttavia positivo se corretto per le operazioni di cartolarizzazione, e i prestiti hanno registrato una moderata espansione su base mensile. Finora, il profilo di crescita dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie è risultato coerente con le regolarità storiche osservate nel ciclo economico. Il processo di riduzione della leva finanziaria nel settore bancario è ripreso in settembre, e le IFM hanno notevolmente diminuito sia le posizioni reciproche, sia l'esposizione nei confronti del resto del mondo.*

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha segnato un ulteriore calo, all'1,8 per cento dal 2,6 di agosto (cfr. figura 5), riflettendo il modesto tasso di incremento sul mese precedente (-0,1 per cento a settembre da 0,1 in agosto). La debole dinamica monetaria continua in gran parte a risentire dell'attuale profilo dei tassi di interesse. L'inclinazione particolarmente pronunciata della curva dei rendimenti sta alimentando flussi dalle attività monetarie verso attività meno liquide e potenzialmente più rischiose. Il rallentamento di M3 sovrastima quindi la moderazione dell'espansione monetaria di fondo.

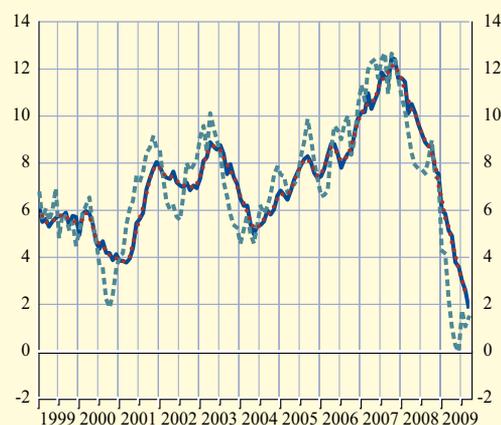
Al tempo stesso, l'attuale profilo dei tassi di interesse implica che il costo opportunità di detenere depositi *overnight* è particolarmente basso rispetto ai tassi di interesse dei depositi a termine a breve scadenza e degli strumenti negoziabili. Ciò ha sostenuto il rafforzamento di M1 negli ultimi mesi (nonostante la moderazione del suo tasso di crescita sui dodici mesi in settembre). Nei prossimi mesi gli effetti base avranno un impatto al ribasso sulla dinamica di M3, determinando tassi di crescita molto bassi, poiché cesseranno di rientrare nel calcolo gli ingenti afflussi che hanno interessato le attività monetarie (in particolare M1) nel quarto trimestre del 2008.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è diventato negativo a settembre. Tuttavia, ciò in parte rispecchia ancora l'impatto connesso con la precedente intensa attività di rimozione dei prestiti dai bilanci delle IFM nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione, in particolare alla fine del 2008. Nonostante la moderazione dell'attività di cartolarizzazione negli ultimi mesi, l'impatto continua a deprimere il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato che, se corretto per la rimozione dei prestiti, è rimasto invece lievemente positivo a settembre. Anche il flusso mensile è risultato positivo, ancorché modesto. Il passaggio a un valore negativo, nel mese in esame, del tasso di variazione

Figura 5 Crescita di M3

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

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- ..... M3 (media mobile centrata di tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

dei prestiti delle IFM al settore privato è ascrivibile ai prestiti alle società non finanziarie per i quali, come indica l'esperienza storica, ci si può attendere un rallentamento ancora per alcuni trimestri dopo che l'attività economica si sia stabilizzata.

Queste considerazioni suggeriscono di porre nella giusta prospettiva il valore negativo di settembre, poiché in parte il tasso di crescita risente ancora degli effetti ritardati del precedente forte rallentamento dell'attività. Esso rispecchia inoltre l'elevato grado di incertezza che continua a caratterizzare le prospettive dell'attività economica, del reddito e del mercato degli immobili residenziali. Ciò riduce la domanda di prestiti e incide sia sulla valutazione del merito di credito dei mutuatari da parte delle banche sia sulla propensione di queste ultime a erogare fondi. Pertanto, un tasso di variazione negativo dei prestiti non va interpretato in sé come indicativo di una generale mancanza di disponibilità di credito da parte delle IFM. Di fatto, i risultati di ottobre dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indicano un'ulteriore notevole diminuzione della percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti (cfr. riquadro 2).

A settembre è ripreso il processo di riduzione della leva finanziaria delle IFM dell'area dell'euro, che hanno fortemente diminuito le loro attività principali. Ciò va principalmente ricondotto alla riduzione delle posizioni fra IFM stesse, di riflesso alla situazione dal lato del reperimento dei fondi, caratterizzata da un calo del ricorso ai finanziamenti dell'Eurosistema da parte degli enti creditizi dopo il massimo raggiunto in connessione con la prima operazione di immissione di liquidità a un anno condotta a giugno.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il rallentamento di M3 a settembre è stato alimentato dagli ulteriori deflussi mensili che hanno interessato i depositi a termine a breve scadenza diversi dai depositi *overnight* (M2-M1), mentre gli strumenti negoziabili (M3-M2) hanno registrato un flusso mensile positivo.

A settembre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è sceso lievemente, al 12,8 per cento dal 13,6 del mese precedente (cfr. tavola 1). Il calo ha riflesso un afflusso mensile nei depositi *overnight* molto modesto rispetto ai mesi precedenti, mentre la crescita sui dodici mesi del circolante si è ridotta poiché sono venuti meno gli effetti connessi con l'aumento relativamente sostenuto di settembre 2008. Nei prossimi mesi gli effetti base avranno un impatto al ribasso sulla dinamica sui dodici mesi di queste due componenti, poiché gli ingenti flussi registrati un anno fa in connessione con l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie cesseranno di rientrare nel calcolo dei tassi di crescita.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso ulteriormente, collocandosi a -5,3 per cento in settembre da -4,1 in agosto. A settembre i depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) hanno continuato ad essere caratterizzati da notevoli deflussi, in parte confluiti verso depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine). Gli andamenti delle varie tipologie di depositi a breve termine sono coerenti con i rispettivi tassi di interesse offerti. Al riguardo, i continui afflussi nei depositi a risparmio a breve termine possono essere ricondotti alla migliore remunerazione che questi offrono attualmente rispetto ai depositi a termine a breve scadenza. Con riferimento ai depositi *overnight*, sebbene i flussi mensili siano stati contenuti in settembre, il costo opportunità di questa tipologia di strumenti resta basso nel confronto con altre componenti della moneta. Nello stesso tempo, sono proseguite le riallocazioni di fondi a favore di attività finanziarie non comprese in M3, divenute più interessanti data la pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti e il notevole recupero segnato da numerosi mercati finanziari negli ultimi mesi.

## Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

|   | Consistenze<br>in essere<br>in percentuale<br>di M3 <sup>1)</sup> | Tassi di crescita sul periodo corrispondente |                  |                  |                  |              |              |
|---|---|--|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
|   |   | 2008<br>4° trim.                             | 2009<br>1° trim. | 2009<br>2° trim. | 2009<br>3° trim. | 2009<br>ago. | 2009<br>set. |
| <b>M1</b>   | <b>46,8</b>   | <b>2,7</b>                                   | <b>5,3</b>       | <b>8,0</b>       | <b>12,3</b>      | <b>13,6</b>  | <b>12,8</b>  |
| Banconote e monete in circolazione  | 7,9   | 12,4   | 13,6             | 13,2             | 12,8             | 13,2         | 12,5         |
| Depositi <i>overnight</i>   | 38,8  | 0,8  | 3,7              | 7,0              | 12,2             | 13,7         | 12,8         |
| M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)                                    | 40,2  | 15,8   | 9,3              | 3,0              | -3,1             | -4,1         | -5,3         |
| Depositi con durata prestabilita fino a due anni                              | 21,5  | 29,0   | 13,0             | -0,7             | -13,1            | -15,2        | -17,8        |
| Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi                           | 18,7  | -0,5   | 4,5              | 8,6              | 12,8             | 13,6         | 14,9         |
| <b>M2</b>   | <b>87,0</b>   | <b>8,9</b>                                   | <b>7,3</b>       | <b>5,5</b>       | <b>4,5</b>       | <b>4,6</b>   | <b>3,6</b>   |
| M3 - M2 (= strumenti negoziabili)   | 13,0  | 4,1  | -0,7             | -2,5             | -7,5             | -9,3         | -8,8         |
| <b>M3</b>   | <b>100,0</b>  | <b>8,2</b>                                   | <b>6,1</b>       | <b>4,4</b>       | <b>2,8</b>       | <b>2,6</b>   | <b>1,8</b>   |
| <b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>                                |   | 7,4  | 5,9              | 4,3              | 3,3              | 2,8          | 3,1          |
| Credito alle amministrazioni pubbliche  |   | 1,7  | 5,6              | 8,4              | 11,5             | 11,5         | 13,6         |
| Prestiti alle amministrazioni pubbliche                                       |   | 2,9  | 2,3              | 1,5              | 2,7              | 3,6          | 1,6          |
| Credito al settore privato  |   | 8,6  | 5,9              | 3,5              | 1,6              | 1,1          | 1,1          |
| Prestiti al settore privato   |   | 7,3  | 4,6              | 2,1              | 0,4              | 0,1          | -0,3         |
| Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione   |   | 8,4  | 6,1              | 3,6              | 1,6              | 1,3          | 0,9          |
| <b>Passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b> |   | <b>1,1</b>                                   | <b>1,7</b>       | <b>2,6</b>       | <b>3,6</b>       | <b>3,8</b>   | <b>4,7</b>   |

Fonte: BCE.

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

Il tasso di variazione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è stato leggermente meno negativo in settembre, collocandosi a -8,8 per cento, da -9,3 in agosto. Le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che ne rappresentano la maggiore componente, hanno registrato un modesto flusso positivo, mentre il contributo maggiore all'accelerazione è provenuto dal flusso positivo segnato dai contratti pronti contro termine. Al contempo, il settore detentore di moneta ha continuato a ridurre le proprie disponibilità di titoli di debito con scadenza fino a due anni emessi dalle IFM, anche se a un ritmo inferiore rispetto ai mesi precedenti.

A settembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili dati ufficiali a livello settoriale, ha continuato a diminuire, al 2,4 per cento dal 3,1 di agosto. Il calo è imputabile al minore contributo fornito dai depositi di M3 del settore delle famiglie, cresciuti tuttavia a un ritmo più sostenuto rispetto a quelli totali. Per contro, negli ultimi mesi è divenuto leggermente positivo il contributo delle società non finanziarie, unico settore ad aver registrato un flusso positivo a settembre. Questo andamento è in linea con la natura ciclica delle disponibilità monetarie del settore, le cui posizioni di liquidità tende a essere sostenuta dal miglioramento dei flussi di cassa nelle prime fasi di una ripresa. Inoltre, il fatto che l'aumento delle disponibilità monetarie delle società non finanziarie preceda o coincida con i punti di svolta dell'attività economica, mentre i prestiti delle IFM alle società non finanziarie li seguano, è un aspetto ricorrente nel ciclo economico.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti dell'area dell'euro, che include gli acquisti di titoli e l'erogazione di

prestiti, è salito al 3,1 per cento a settembre dal 2,8 di agosto (cfr. tavola 1); l'aumento è ascrivibile a un'accelerazione del credito concesso alle amministrazioni pubbliche, mentre la crescita sui dodici mesi del credito al settore privato è rimasta invariata, anche se un flusso mensile positivo è stato registrato a settembre.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato, la principale componente del credito a questo settore, è ulteriormente diminuito portandosi a -0,3 per cento a settembre, dallo 0,1 per cento di agosto. Nondimeno, il flusso mensile registrato a settembre da questi prestiti è stato positivo, per effetto di un aumento dei prestiti alle famiglie e agli intermediari finanziari.

L'attività di cartolarizzazione *pro soluto* è stata modesta negli ultimi mesi, dopo un periodo di intensa attività, in particolare alla fine del 2008, durante il quale gli enti creditizi cedevano i prestiti da loro originati e, contestualmente, riacquistavano i titoli emessi dalle società veicolo per utilizzarli come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. La diminuzione dell'attività di cartolarizzazione potrebbe essere riconducibile a una minore domanda di liquidità di banca centrale da parte degli enti creditizi dopo le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a un anno condotte dall'Eurosistema. In effetti, il flusso mensile di prestiti rimossi dai bilanci è diventato negativo in settembre, il che implica che i rimborsi relativi a prestiti precedentemente cancellati dai bilanci hanno superato i flussi di nuovi prestiti oggetto di cartolarizzazione. Tuttavia, gli effetti delle precedenti rimozioni di prestiti hanno continuato ad essere prevalenti nei tassi di crescita sui dodici mesi, con una differenza tra la serie annuale corretta e quella non corretta pari a 1,2 punti percentuali in settembre, un valore rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi quattro mesi.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti concessi dalle IFM alle società non finanziarie è calato ulteriormente in settembre, collocandosi a -0,1 per cento dallo 0,7 di agosto (cfr. tavola 2). I dati di settembre confermano che il flusso di prestiti con una scadenza più lontana (oltre cinque anni) è rimasto nel complesso positivo, anche se lievemente inferiore rispetto ad agosto, e ha compensato in parte le riduzioni fatte osservare dai prestiti a breve e medio termine. La compresenza di una dinamica moderata dei prestiti a breve termine e di perduranti flussi positivi di prestiti con

**Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato**

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

|   | Consistenze<br>in essere<br>in percentuale<br>del totale <sup>1)</sup> | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente |                  |                  |                  |              |              |
|---|--|---|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
|   |  | 2008<br>4° trim.                                  | 2009<br>1° trim. | 2008<br>2° trim. | 2009<br>3° trim. | 2009<br>ago. | 2009<br>set. |
| <b>Società non finanziarie</b>                    | <b>44,2</b>  | <b>11,2</b>                                       | <b>8,1</b>       | <b>4,6</b>       | <b>1,2</b>       | <b>0,7</b>   | <b>-0,1</b>  |
| Fino a 1 anno                                     | 26,2   | 9,0   | 4,0              | -2,6             | -8,6             | -9,3         | -9,7         |
| Oltre 1 anno e fino a 5 anni                      | 20,1   | 15,9  | 12,4             | 9,8              | 4,7              | 3,7          | 2,1          |
| Oltre 5 anni                                      | 53,7   | 10,8  | 8,8              | 6,8              | 5,3              | 5,2          | 4,5          |
| <b>Famiglie<sup>2)</sup></b>                      | <b>45,6</b>  | <b>2,8</b>  | <b>0,9</b>       | <b>0,0</b>       | <b>-0,1</b>      | <b>-0,2</b>  | <b>-0,3</b>  |
| Credito al consumo <sup>3)</sup>                  | 12,8   | 3,1   | 1,2              | -0,4             | -1,0             | -1,0         | -1,1         |
| Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>  | 71,5   | 2,9   | 0,7              | -0,2             | -0,3             | -0,4         | -0,6         |
| Altri prestiti                                    | 15,7   | 2,2   | 1,7              | 1,5              | 1,4              | 1,3          | 1,5          |
| <b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>  | <b>0,9</b>   | <b>-6,7</b>                                       | <b>-6,2</b>      | <b>-2,9</b>      | <b>-5,4</b>      | <b>-8,5</b>  | <b>-6,5</b>  |
| <b>Altri intermediari finanziari non monetari</b> | <b>9,3</b>   | <b>14,4</b>                                       | <b>8,0</b>       | <b>1,4</b>       | <b>-0,0</b>      | <b>-0,7</b>  | <b>-0,3</b>  |

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.

scadenze più lunghe potrebbe riflettere un processo di sostituzione, in cui le imprese rimpiazzano prestiti bancari a breve termine con prestiti a lungo termine, in modo da assicurarsi i bassi tassi di interesse applicati a questi ultimi. L'andamento è peraltro coerente con l'aumento delle emissioni di titoli, che potrebbe essere indicativo del fatto che le imprese, specie quelle di grandi dimensioni, hanno sostituito i prestiti giunti a scadenza con finanziamenti sul mercato. Inoltre, la riduzione dei differenziali fra i tassi di mercato e quelli applicati sui prestiti bancari hanno reso più interessante per le imprese finanziarsi sul mercato.

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso a -0,3 per cento, da -0,2 per cento in agosto. Su base mensile, tuttavia, il flusso è risultato positivo e maggiore rispetto a quello di agosto, confermando una tendenza iniziata a maggio. L'ulteriore moderazione della crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie va di nuovo ascritta ai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di variazione è sceso a -0,6 per cento in settembre, da -0,4 per cento in agosto, in gran parte di riflesso alla moderata dinamica dei prezzi delle abitazioni in molti paesi dell'area dell'euro. Nonostante ciò, gli andamenti degli ultimi mesi confermano che vi è stata una stabilizzazione della tendenza al ribasso dei prestiti alle famiglie, il che è in linea con la fase attuale del ciclo economico.

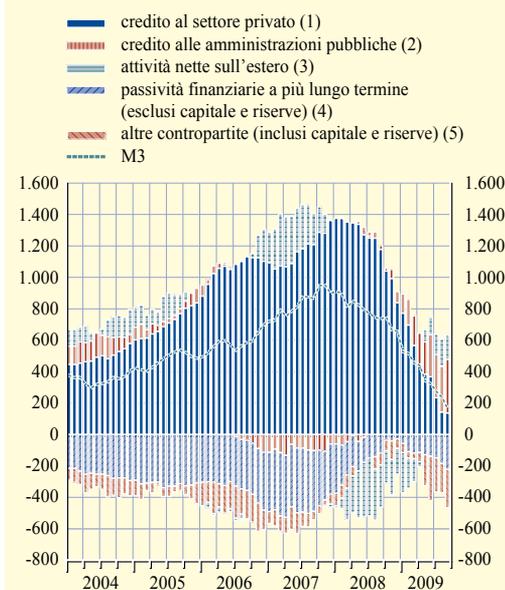
Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, è ulteriormente aumentato in settembre, al 4,6 per cento dal 3,8 di agosto. In particolare, i depositi a più lungo termine (depositi con durata prestabilita oltre due anni e depositi rimborsabili con preavviso oltre tre mesi) hanno beneficiato della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, attirando almeno una parte dei fondi defluiti dai depositi a termine a breve scadenza. Il tasso di variazione sui dodici mesi di capitale e riserve è sceso ulteriormente in settembre, collocandosi all'8,5 per cento dal 10,7 di agosto.

Infine, le attività nette sull'estero del settore delle IFM si sono ridotte di 8 miliardi di euro a settembre, dopo i flussi positivi registrati negli ultimi due mesi, riducendo il flusso cumulato sui dodici mesi a 153 miliardi di euro (cfr. figura 6). Il flusso annuale positivo di attività nette sull'estero riflette il ritmo più rapido con cui le IFM hanno ridotto le loro passività lorde sull'estero rispetto alle attività. In una certa misura, questa riduzione parallela di attività e passività risulta da un ridimensionamento complessivo delle posizioni interbancarie transfrontaliere, in un contesto di riduzione della leva finanziaria. Si veda il riquadro 1 per un'analisi degli andamenti delle attività e delle passività lorde sull'estero dal punto di vista degli strumenti, dei settori delle controparti e delle regioni geografiche.

In sintesi, i dati monetari di settembre confermano una diminuzione della crescita sia di M3 sia dei prestiti al settore privato e continuano

**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.

ad indicare che l'attuale tasso di espansione monetaria di fondo comporta spinte inflazionistiche contenute nel medio periodo. I flussi di credito al settore privato non finanziario, ancorché positivi su base mensile, sono rimasti modesti per via dell'elevato grado di incertezza che continua a caratterizzare le prospettive dell'attività economica, del reddito e del mercato degli immobili residenziali. Tale incertezza sta incidendo negativamente sull'espansione dei prestiti, in quanto limita sia la domanda di prestiti, sia la propensione e la capacità degli enti creditizi di concedere credito. Nell'ambito di una ripresa dell'aggiustamento dei propri bilanci in settembre, le IFM hanno ridotto considerevolmente le loro attività principali, soprattutto tramite una riduzione delle posizioni reciproche. Il riquadro 3 alla fine della sezione 2 presenta una sintesi del quadro aggiornato della BCE per la raccolta di informazioni statistiche. Il riquadro 4 analizza brevemente i conti economici integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2009.

#### Riquadro 1

### IL RUOLO DELLE ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE IFM NELL'AMBITO DEL RECENTE PROCESSO DI RIDUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA

Le posizioni nei confronti di non residenti (posizioni "sull'estero") hanno avuto un ruolo importante nell'evoluzione dei bilanci delle IFM dell'area dell'euro negli ultimi anni<sup>1)</sup>. Ciò vale sia per il periodo di forte aumento del livello di indebitamento dal 2005 al 2007, sia per quello di sua successiva riduzione (*deleveraging*) a partire dagli inizi del 2008. In effetti, il recente calo nell'accumulo di attività da parte delle IFM è ascrivibile per circa la metà alla flessione delle loro attività sull'estero (cfr. figura A). Fatta questa premessa, il presente riquadro esamina le attività e passività sull'estero delle IFM dal punto di vista degli strumenti, dei settori delle controparti e delle regioni geografiche.

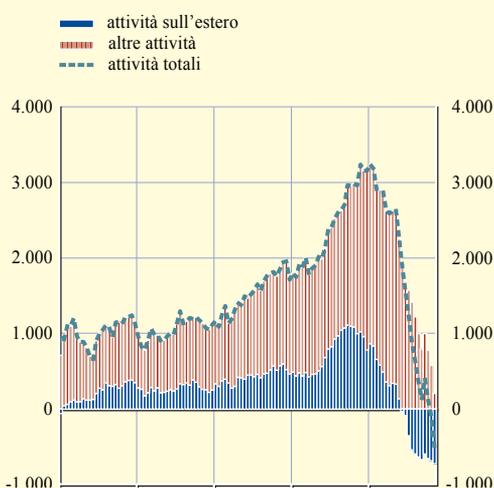
#### Strumenti

Tradizionalmente le transazioni delle IFM dell'area dell'euro con il resto del mondo comportano, dal lato dell'attivo, la concessione di prestiti o l'acquisto di titoli e, dal lato del passivo, soprattutto l'accettazione di depositi. Tali attività e passività sono spesso il risultato di operazioni nei confronti del resto del mondo condotte dalle IFM per conto del settore detentore di moneta dell'area dell'euro.

Dal 2004 alla fine del 2006 i flussi annui verso le attività sull'estero sono stati relativamente stabili in termini di livello e composizione per strumenti (cfr. figura B). Nel periodo immediatamente

Figura A Attività totali e attività sull'estero delle IFM

(flussi annui in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Le "attività totali" non comprendono le attività rimanenti e le attività fisse.

1) Per un'analisi più dettagliata, cfr. l'articolo "La dimensione esterna dell'analisi monetaria" nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

te precedente allo scoppio delle turbolenze finanziarie, tuttavia, il volume di prestiti al resto del mondo è cresciuto in misura significativa, mentre gli acquisti di titoli di debito, sebbene anch'essi aumentati, hanno avuto un ruolo più marginale. Per quanto riguarda le passività, il flusso annuo di depositi da parte del resto del mondo ha evidenziato un andamento simile a quello dei prestiti, ed ha rappresentato la principale fonte di finanziamento dall'estero.

A partire da verso la fine del 2008 il settore delle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) ha bruscamente ridotto la totalità delle attività e delle passività sull'estero. Ciò ha riguardato in particolare il volume dei prestiti concessi a non residenti dell'area dell'euro, la cui contrazione è risultata tuttavia meno pronunciata di quella dei depositi dall'estero. Nel contempo, la flessione osservata nei titoli di debito emessi nel resto del mondo detenuti dalle IFM si è rivelata più modesta rispetto a quanto ci si sarebbe potuto attendere sulla base delle regolarità storiche. Anche i fondi del mercato monetario dell'area dell'euro che investono tradizionalmente i loro proventi in titoli di debito esteri e le cui quote sono negoziate nel resto del mondo hanno registrato rimborsi dalla fine del 2008. Tali rimborsi, tuttavia, sono stati più contenuti di quelli dei depositi degli enti creditizi. Il raffronto fra i riscatti delle quote di questi fondi del mercato monetario e la contrazione dei titoli di debito emessi da non residenti detenuti dalle IFM indica che una porzione significativa della flessione ha tratto origine dalla vendita di titoli da parte degli enti creditizi.

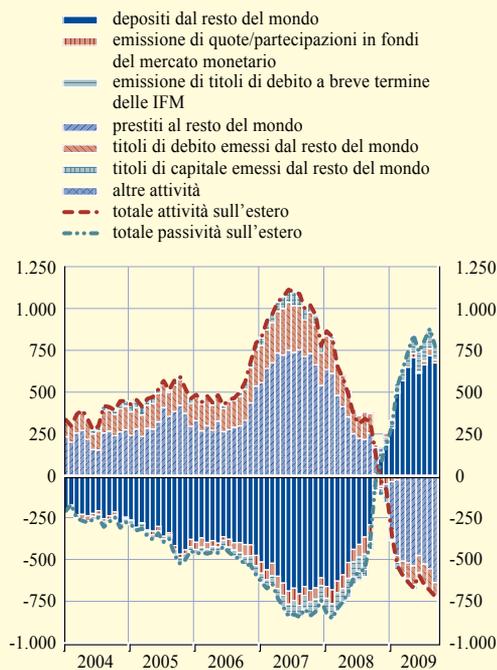
### Settore delle controparti

In generale le transazioni condotte dagli enti creditizi dell'area dell'euro per conto proprio danno luogo a variazioni simmetriche sui due lati del bilancio delle IFM, mentre quelle regolate per conto di non residenti o del settore detentore di moneta producono variazioni asimmetriche delle posizioni attive o passive coinvolte<sup>2)</sup>.

La figura C suggerisce che il forte comovimento fra le posizioni attive/passive nei confronti delle banche non residenti riflette in larga misura l'attività interbancaria condotta con proprie affiliate situate all'estero o con altre controparti bancarie. Ciò vale per quanto riguarda sia l'aumento

**Figura B Attività e passività sull'estero delle IFM in base allo strumento**

(flussi annui in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Le passività sono indicate con segno opposto. Le "altre attività" comprendono le quote di fondi di investimento emesse nel resto del mondo e le banconote e monete in valute diverse dall'euro.

2) Per una spiegazione concettuale della relazione fra andamenti delle attività sull'estero lorde e nette, cfr. il riquadro intitolato "Evoluzione delle attività e delle passività lorde delle IFM" nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino e il riquadro intitolato "Le attività nette sull'estero delle IFM e il loro impatto sugli andamenti monetari" nel Rapporto annuale del 2007.

delle attività sull'estero nel periodo precedente le turbolenze finanziarie, sia la riduzione delle esposizioni messa in atto a partire dal 2008. La contrazione del credito interbancario transnazionale è sintomatica del tentativo di aggiustare le dimensioni dei bilanci e rifocalizzarsi sull'attività principale di prestito. Nel contempo, essa riflette probabilmente il prosciugamento dell'attività nei mercati finanziari internazionali a seguito del tracollo di Lehman Brothers. Nell'insieme, questi andamenti segnalano un calo dell'attività condotta dagli enti creditizi dell'area dell'euro per il tramite dei centri finanziari internazionali. Nel periodo a partire da verso la fine del 2008 le IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno inoltre continuato ad accrescere il volume di attività detenute nei confronti delle amministrazioni pubbliche estere, riducendo allo stesso tempo in misura considerevole il finanziamento di mutuatari privati non bancari residenti nel resto del mondo. L'evoluzione della voce "non allocabile" riflette principalmente la riduzione sul lato passivo del bilancio del volume di strumenti negoziabili a breve termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro detenuti da non residenti.

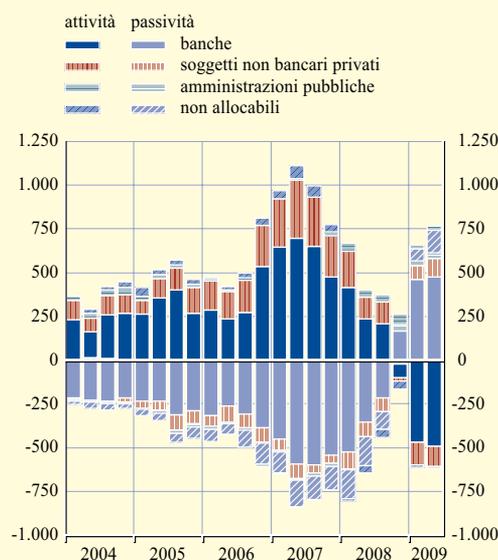
### Regioni geografiche

La figura D riporta una stima della scomposizione delle attività e passività estere nei confronti dei residenti nei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e dei residenti nel resto del mondo (esclusa l'UE). Il Regno Unito ha avuto generalmente un ruolo di primo piano per quanto riguarda le operazioni sull'estero delle IFM nell'area dell'euro, specie quelle nei confronti di banche non residenti, di riflesso all'importanza della piazza finanziaria di Londra. Le operazioni con il resto del mondo (esclusa l'UE) sono anch'esse molto ingenti in termini di volume, ma è molto meno probabile che abbiano una controparte bancaria. I paesi dell'UE dell'Europa centrale e orientale hanno un'importanza secondaria per la posizione sull'estero delle IFM dell'area dell'euro nel loro complesso, ma potrebbero aver avuto rilevanza maggiore per i settori delle IFM di singoli Stati membri.

Nel periodo fra il 2004 e gli inizi del 2006 i residenti nel Regno Unito emergono come le principali controparti delle operazioni di prestito delle IFM dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo, mentre il loro peso nel finanziamento delle IFM dell'area risulta molto più limitato. A partire da metà 2006 e fino allo scoppio delle turbolenze finanziarie l'aumento dei prestiti transfrontalieri è derivato in larga parte dalle operazioni con il resto del mondo (esclusa l'UE). La successiva contrazione dei prestiti, per contro, è scaturita soprattutto dalla riduzione delle attività nei confronti di residenti britannici. Quanto alle passività sull'estero, i deflussi recenti sono ascrivibili principalmente ai prelievi effettuati dai soggetti residenti al di fuori dell'UE.

**Figura C Attività e passività sull'estero delle IFM in base al settore della controparte**

(flussi annui in miliardi di euro)



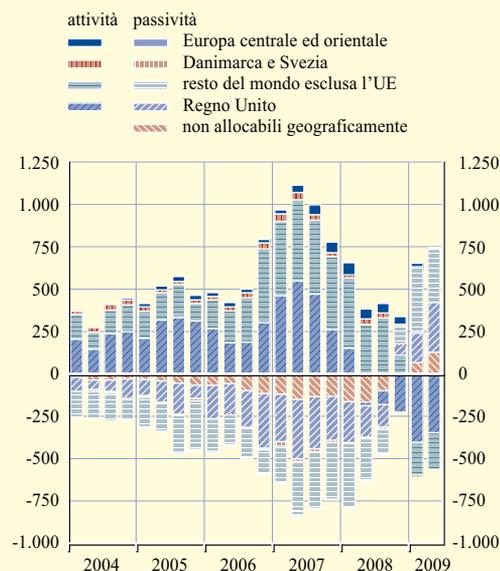
Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Le passività sono indicate con segno opposto. Le attività sull'estero "non allocabili" comprendono i titoli di capitale detenuti dal resto del mondo, per i quali non è disponibile una scomposizione settoriale. Le passività sull'estero "non allocabili" consistono di quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario e di titoli di debito a breve termine delle IFM acquistati da non residenti, per i quali non è disponibile una scomposizione settoriale.

Le varie prospettive presentate aiutano a far luce sulle forze all'origine dei recenti sviluppi nelle posizioni sull'estero. Dopo gli incrementi significativi delle attività (e passività) sull'estero osservati fra il 2004 e gli inizi del 2008, il settore delle IFM dell'area dell'euro ha considerevolmente ridotto le proprie posizioni attive e passive nei confronti del resto del mondo a seguito dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie. Le evidenze fornite dalle diverse prospettive indicano che questa riduzione delle transazioni internazionali, che riflette soprattutto la flessione dei prestiti erogati e dei depositi ricevuti, ha riguardato principalmente le banche non residenti situate nei maggiori centri finanziari, in particolare nel Regno Unito. Diversamente da quanto avvenuto in occasione di varie crisi finanziarie internazionali precedenti, nell'episodio attuale sono state le esposizioni bancarie verso altri paesi industrializzati a subire il peggiore deterioramento. Nel complesso, le implicazioni del calo delle posizioni sull'estero per il finanziamento dell'economia reale dell'area dell'euro e per l'integrazione dei mercati finanziari internazionali andranno attentamente monitorate.

**Figura D Attività e passività sull'estero delle IFM in base al paese/regione della controparte**

(flussi annui in miliardi di euro)



Fonte: stime della BCE.  
 Note: settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Le passività sono indicate con segno opposto. Le passività sull'estero "non allocabili geograficamente" consistono di quote/partecipazioni in fondi del mercato monetario e di titoli di debito a breve termine delle IFM acquistati da non residenti, per i quali non è disponibile una scomposizione settoriale.

**Riquadro 2**

**RISULTATI DELL'INDAGINE DI OTTOBRE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO**

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema<sup>1)</sup>. Nel terzo trimestre del 2009 la percentuale netta<sup>2)</sup> di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese è ancora diminuita in misura considerevole, portando l'irrigidimento netto pressoché a zero. Il dato conferma quindi ulteriormente le indicazioni di un punto di svolta nel trend di irrigidimento rilevato in occasione dell'indagine di aprile. Allo stesso tempo, occorre ricordare che non si è ancora riassorbito l'irrigidimento netto cumulato osservato durante l'intera fase di turbolenza sui mercati finanziari. Gli istituti interpellati hanno inoltre segnalato nel terzo trimestre una riduzione dell'irrigidimento netto dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie, sia per l'acquisto di abitazioni sia per il credito al consumo. Per il quarto trimestre

- 1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato al 2 ottobre 2009. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 28 ottobre sul sito Internet della BCE.
- 2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

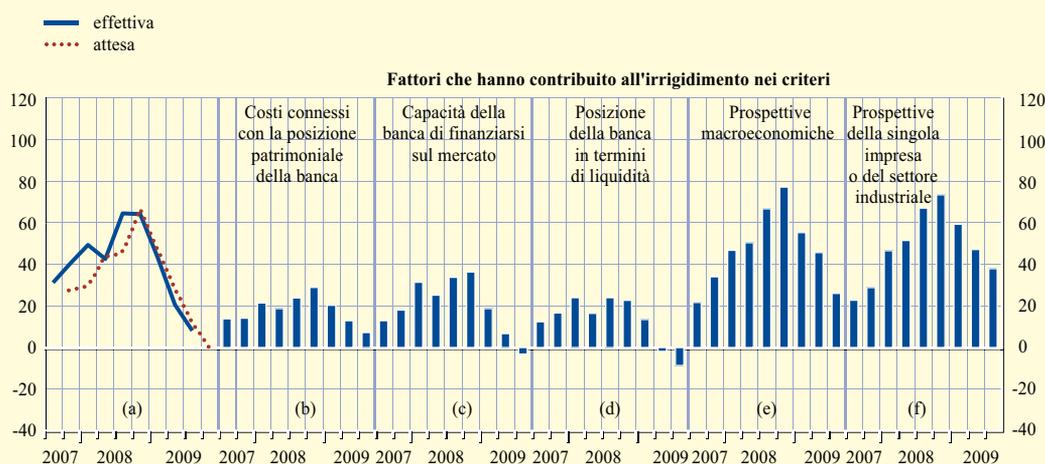
del 2009 le banche si attendono un lieve allentamento netto dei criteri per l'erogazione di prestiti alle imprese e un ulteriore calo dell'irrigidimento netto per i prestiti alle famiglie. Quanto alla domanda di prestiti, le banche hanno rilevato che la domanda netta<sup>3)</sup> di prestiti alle imprese è rimasta negativa, ancorché in misura più contenuta rispetto al secondo trimestre, mentre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente aumentata nel terzo trimestre.

### Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel terzo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese è ancora diminuita in misura considerevole, portandosi all'8 per cento a fronte del 21 per cento del secondo trimestre e del 43 per cento del primo (cfr. figura A). L'irrigidimento netto è stato sostanzialmente uguale per le grandi imprese (11 per cento) e le piccole e medie imprese (PMI; 12 per cento). Alla riduzione dell'irrigidimento hanno concorso tutti i fattori. Le principali forze che hanno determinato l'irrigidimento netto nell'area dell'euro hanno continuato a essere le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese (con un'incidenza netta del 38 per cento, dal 47 per cento del secondo trimestre) e le aspettative sull'attività economica in generale (con un'incidenza netta del 26 per cento contro il 46 per cento del secondo trimestre). Per entrambe le variabili, tuttavia, l'irrigidimento netto ha continuato a evidenziare un calo significativo nel terzo trimestre. È importante notare che alcuni fattori dal lato dell'offerta, ossia la capacità delle banche di finanziarsi sul mercato (-3 per cento) e la loro posizione di liquidità (-9 per cento), hanno contribuito a un allentamento dei criteri per la concessione dei prestiti alle imprese.

**Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese**

(saldi percentuali)

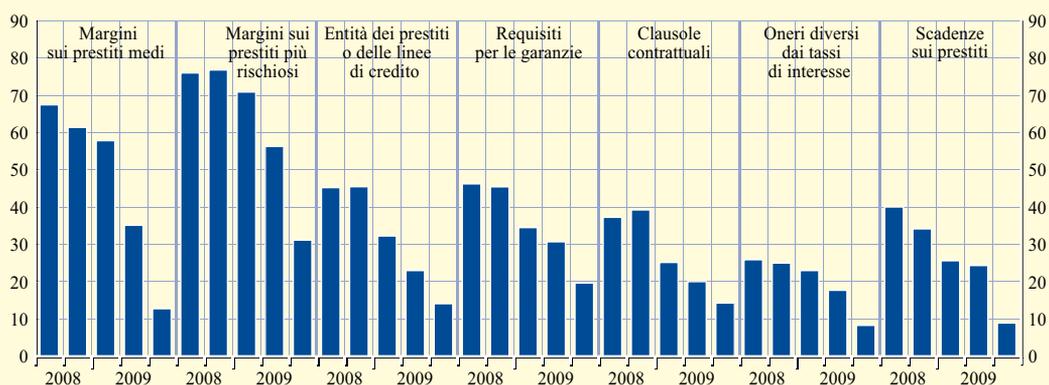


Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalano una diminuzione.

## Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei termini e nelle condizioni applicate)



Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

L'irrigidimento netto dei termini e delle condizioni di prezzo e di altra natura applicati alle imprese è significativamente diminuito nel terzo trimestre (cfr. figura B). In particolare, quello riconducibile ai margini sui prestiti medi e più rischiosi ha segnato un ulteriore notevole calo, portandosi rispettivamente al 13 per cento (dal 35 per cento del secondo trimestre) e al 31 per cento (dal 56 per cento). Il grado di irrigidimento netto si è ridotto anche per i termini e le condizioni diversi dai prezzi.

Per quanto concerne le aspettative, le banche si attendono un lieve allentamento netto dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese per il quarto trimestre (-1 per cento; cfr. figura A).

**Domanda di prestiti.** Nel terzo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è ulteriormente diminuita ancorché in misura minore, toccando un livello pari al -20 per cento (a fronte del -29 per cento del secondo trimestre; cfr. figura C). La domanda netta ha registrato valori nettamente più negativi per le grandi imprese (-27 per cento) rispetto alle PMI (-17 per cento). Gli investimenti fissi nonché le attività di fusione e acquisizione e le ristrutturazioni societarie sono stati i due fattori principali che hanno contribuito alla domanda netta negativa (rispettivamente al -52 per cento e al -33 per cento), mentre il loro impatto è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al secondo trimestre. Anche il finanziamento mediante il ricorso al mercato, soprattutto attraverso l'emissione di titoli di debito da parte delle imprese (al -12 per cento dal -7 del secondo trimestre) ha apportato un contributo negativo alla domanda netta di prestiti, a indicazione del miglioramento delle condizioni di questa tipologia di finanziamento.

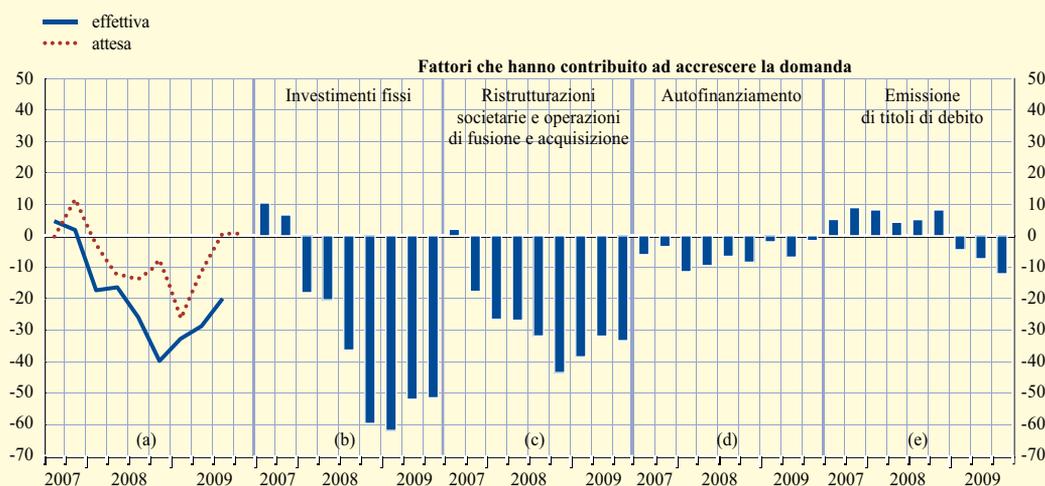
Quanto alle aspettative per il quarto trimestre, la domanda netta di prestiti da parte delle imprese dovrebbe essere lievemente positiva (all'1 per cento), rimanendo invariata rispetto alle attese del precedente trimestre (cfr. figura C).

### Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Nel terzo trimestre del 2009 la percentuale netta di banche dichiaranti un irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto

**Figura C Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese**

(saldi percentuali)

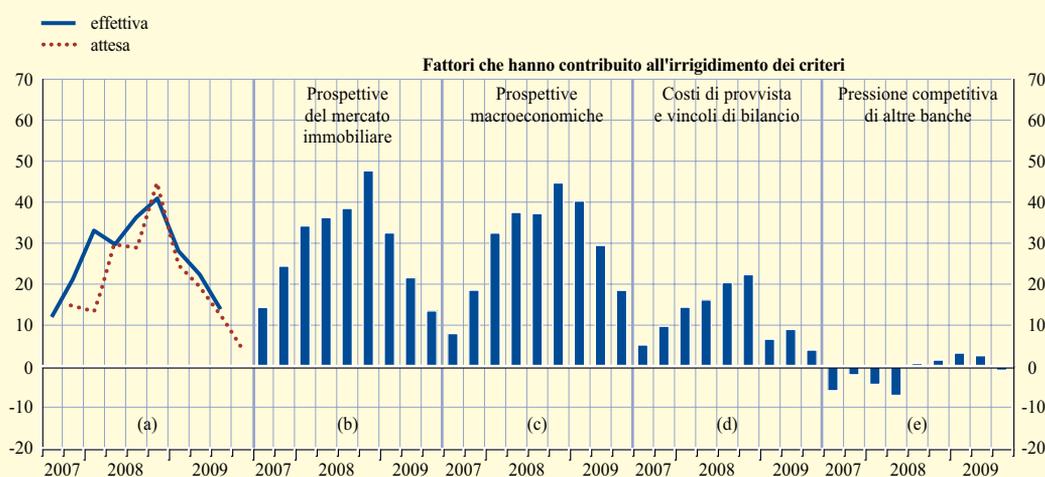


Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di “hanno registrato un notevole incremento” e “hanno registrato un moderato incremento” e la somma delle percentuali di “hanno registrato una moderata contrazione” e “hanno registrato una notevole contrazione”. I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all’incremento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla contrazione della domanda. I valori “effettivi” si riferiscono al periodo nel quale l’indagine è stata condotta. I valori “attesi” si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

di abitazioni è ulteriormente diminuita al 14 per cento (dal 22 per cento del secondo trimestre e dal 28 per cento del primo; cfr. figura D). La flessione dell’irrigidimento netto nell’erogazione dei mutui per l’acquisto di abitazioni è riconducibile a una diminuzione dei rischi percepiti dalle banche in relazione all’attività economica in generale (passata dal 29 al 19 per cento) e alle prospettive del mercato degli immobili residenziali (dal 22 al 14 per cento).

**Figura D Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di mutui per l’acquisto di abitazioni da parte delle famiglie**

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

Per quanto riguarda i termini e le condizioni dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, l'irrigidimento netto dovuto ai margini è ulteriormente diminuito nel terzo trimestre sia per i prestiti medi (al 6 per cento dal 10 per cento del secondo trimestre) sia per quelli più rischiosi (dal 35 al 23 per cento). Dopo che i termini e le condizioni diversi dai prezzi erano rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre, nel terzo l'irrigidimento netto relativo ai requisiti per le garanzie e al rapporto fra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie è notevolmente diminuito.

Per il quarto trimestre le banche si attendono che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, pur mantenendosi in territorio positivo, si riduca ulteriormente (al 5 per cento; cfr. figura D).

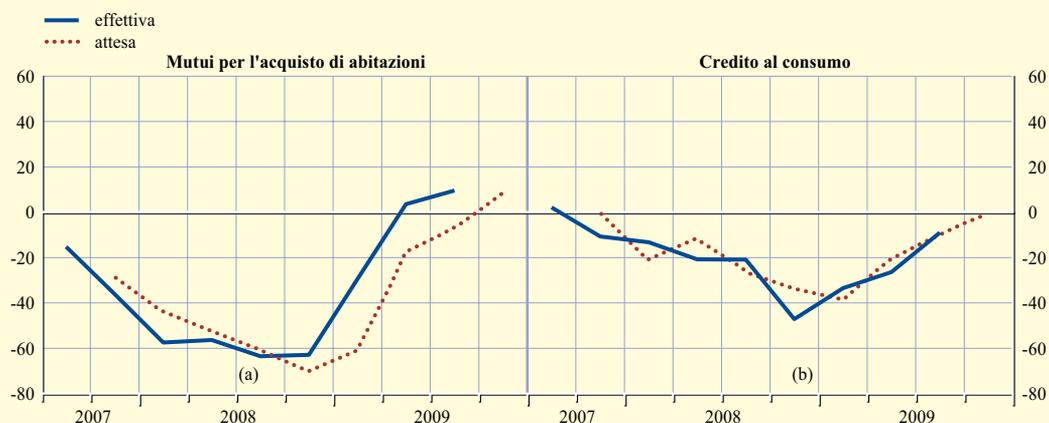
**Domanda di prestiti.** La percentuale netta di banche segnalanti un aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente aumentata, al 10 per cento nel terzo trimestre, dal 4 del secondo (cfr. figura E). L'andamento è ascrivibile in particolare a una valutazione considerevolmente meno negativa delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia tra i consumatori rispetto al secondo trimestre. Per il quarto trimestre la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni dovrebbe rimanere positiva (al 9 per cento).

### Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

**Criteri per la concessione del credito.** Nel terzo trimestre la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è ulteriormente diminuita, al 13 per cento (dal 21 per cento del secondo trimestre; cfr. figura F). Il principale fattore all'origine dell'irrigidimento netto va ricercato nei rischi percepiti dalle banche, soprattutto in relazione alle aspettative riguardo all'attività economica in generale e al merito di credito dei consumatori.

**Figura E** Variazione nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo da parte delle famiglie

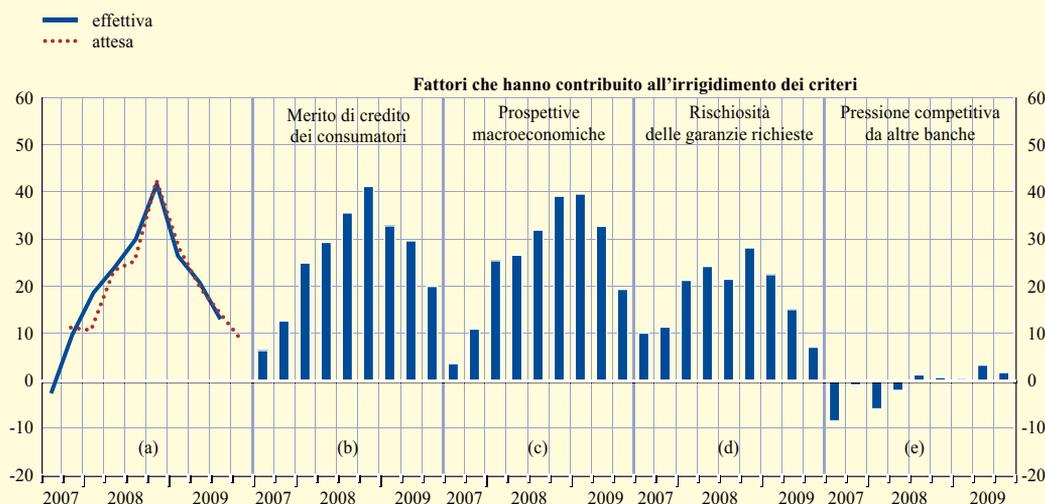
(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

**Figura F Variazione nei criteri per la concessione di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie**

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

Per il quarto trimestre le banche si attendono che l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie diminuisca ulteriormente (al 9 per cento; cfr. figura F).

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie ha continuato a diminuire nel terzo trimestre (-9 per cento), seppur in misura nettamente inferiore rispetto al secondo (-26 per cento; cfr. figura E). Il principale fattore frenante per la domanda è stato nuovamente la fiducia dei consumatori (al -20 per cento dal -29 per cento del secondo trimestre), mentre l'impatto negativo della spesa per beni di consumo durevoli si è considerevolmente ridimensionato (dal -28 al -6 per cento). Riguardo alle aspettative, ci si attende che nel quarto trimestre la domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie rimanga invariata (0 per cento; cfr. figura E).

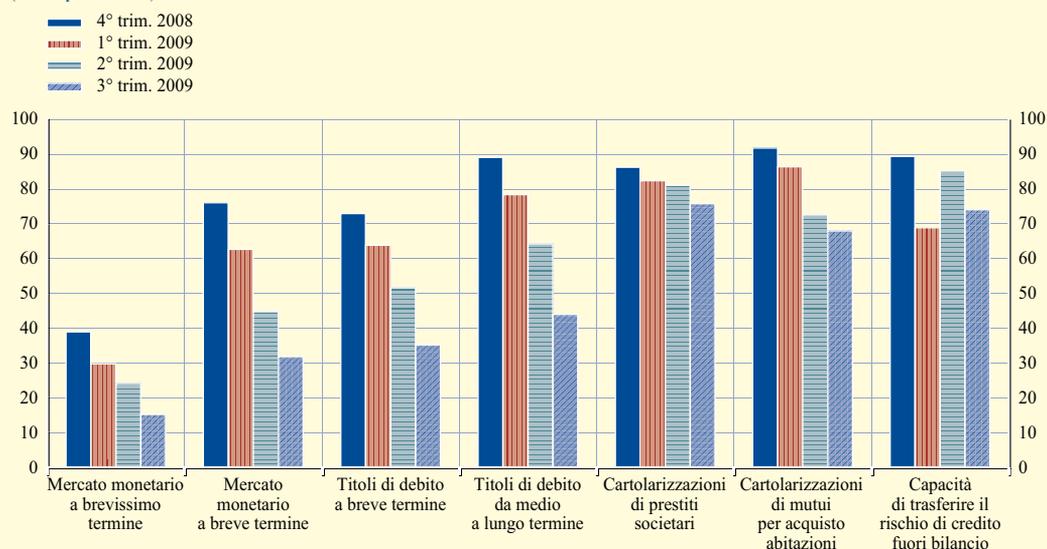
#### Domande ad hoc sulle turbolenze finanziarie

In linea con le edizioni precedenti, l'indagine di ottobre contemplava una serie di domande puntuali tese a valutare l'impatto delle tensioni presenti nei mercati finanziari dalla seconda metà del 2007.

Per il terzo trimestre le banche hanno segnalato che il loro accesso al finanziamento all'ingrosso è stato meno difficoltoso rispetto al secondo trimestre in tutti i mercati e categorie riportati nella figura G. Quanto all'accesso al finanziamento sui mercati monetari a brevissimo e breve termine, rispettivamente il 15 e il 32 per cento delle banche interpellate hanno dichiarato di aver riscontrato ostacoli nell'accesso al mercato a seguito delle turbolenze finanziarie. Sebbene più elevate rispetto al finanziamento sui mercati monetari, le quote di banche che hanno avuto difficoltà ad accedere ai mercati dei titoli di debito a breve e medio termine e a quelli a lungo termine (pari rispettivamente al 35 e al 44 per cento) si sono collocate su livelli considerevolmente inferiori a quelli del secondo trimestre. Per quanto riguarda le cartolarizzazioni, l'accesso al mercato, nonostante un lieve miglioramento,

**Figura G Accesso al finanziamento sul mercato all'ingrosso**

(valori percentuali)



Note: le cifre indicano la percentuale di banche intervistate che hanno riportato ostacoli all'accesso a specifiche fonti di finanziamento all'ingrosso. Il valore relativo a ciascun istogramma è calcolato come percentuale delle banche che hanno indicato quella determinata fonte sul totale delle banche che non hanno risposto "non applicabile". Le cifre sono medie ponderate di risultati per paese.

ha continuato a essere problematico per il 68-76 per cento degli istituti interpellati, a seconda della tipologia di operazione. Nei prossimi tre mesi le banche si attendono un ulteriore miglioramento dell'accesso ai mercati finanziari, soprattutto a quelli dei titoli di debito a medio e lungo termine nonché all'attività di cartolarizzazione, per la quale la situazione è ancora considerata più complessa rispetto a quella dei mercati dei titoli di debito a breve termine e monetari.

Secondo gli istituti interpellati, nel terzo trimestre gli annunci e l'introduzione da parte dei governi di iniziative di sostegno alla ricapitalizzazione e di garanzie statali per i titoli di debito emessi dalle banche hanno continuato a favorire l'accesso al finanziamento all'ingrosso. Il 55 per cento degli istituti interpellati (in calo dal 60 per cento del secondo trimestre) ha segnalato un impatto "moderato" o "considerevole" delle misure di sostegno pubblico sul loro accesso al finanziamento.

Sostanzialmente in linea con il migliorato accesso ai mercati finanziari all'ingrosso, le banche hanno dichiarato che nel terzo trimestre è ulteriormente diminuito l'impatto sui prestiti bancari riconducibile alle difficoltà nell'accedere al mercato, per quanto concerne sia i margini sia i volumi. L'impatto ha continuato a essere più marcato per i margini rispetto all'ammontare dei prestiti erogati. Quanto agli effetti degli ostacoli riscontrati nella cartolarizzazione sui prestiti bancari, le banche hanno altresì segnalato ripercussioni più contenute sull'ammontare dei prestiti concessi e sui margini richiesti rispetto al trimestre precedente.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In agosto, la crescita delle emissioni totali di titoli di debito è rimasta consistente, seppur con un ulteriore lieve rallentamento rispetto al ritmo sostenuto registrato nei mesi precedenti. La dinamica*

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

| Settore emittente                     | Consistenze<br>(miliardi di euro)<br>2009<br>ago. | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup> |                  |                  |                  |              |              |
|---------------------------------------|---|---|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
|                                       |   | 2008<br>3° trim.  | 2008<br>4° trim. | 2009<br>1° trim. | 2009<br>2° trim. | 2009<br>lug. | 2009<br>ago. |
| <b>Emissione di titoli di debito:</b> | <b>14.090</b>                                     | <b>7,3</b>  | <b>7,8</b>       | <b>10,6</b>      | <b>12,0</b>      | <b>11,8</b>  | <b>11,0</b>  |
| IFM                                   | 5.439   | 8,2   | 5,7              | 5,9              | 5,9              | 4,3          | 3,6          |
| Società finanziarie non monetarie     | 2.156   | 22,9  | 23,7             | 31,1             | 32,7             | 31,0         | 27,6         |
| Società non finanziarie               | 763   | 4,1   | 5,1              | 7,8              | 10,3             | 13,1         | 12,6         |
| Amministrazioni pubbliche             | 5.731   | 2,4   | 5,6              | 9,6              | 12,1             | 13,2         | 13,0         |
| di cui:                               |   |   |                  |                  |                  |              |              |
| Amministrazioni centrali              | 5.377   | 2,4   | 5,7              | 9,9              | 12,3             | 13,5         | 13,3         |
| Altre amministrazioni pubbliche       | 354   | 3,0   | 2,9              | 5,9              | 9,6              | 9,5          | 9,0          |
| <b>Emissione di azioni quotate:</b>   | <b>4.044</b>                                      | <b>0,6</b>  | <b>0,8</b>       | <b>1,2</b>       | <b>1,9</b>       | <b>2,7</b>   | <b>2,7</b>   |
| IFM                                   | 572   | 2,8   | 4,9              | 7,2              | 8,7              | 9,5          | 9,4          |
| Società finanziarie non monetarie     | 301   | 2,6   | 2,6              | 3,1              | 3,4              | 3,9          | 3,6          |
| Società non finanziarie               | 3.171   | 0,0   | -0,1             | 0,0              | 0,7              | 1,6          | 1,7          |

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*.

dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasta sostenuta ad agosto, sospinta in gran parte dai titoli a lungo termine. Gli andamenti delle emissioni di titoli di debito da parte del settore societario rispecchiano con tutta probabilità un miglioramento delle condizioni nel mercato dei capitali e la sostituzione del finanziamento bancario mediante ricorso al mercato, riconducibile al calo più rapido del costo dei titoli emessi sul mercato rispetto ai tassi sui prestiti bancari e al perdurante inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti. In agosto anche la crescita delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ha continuato a mostrare una moderata tendenza al rialzo.

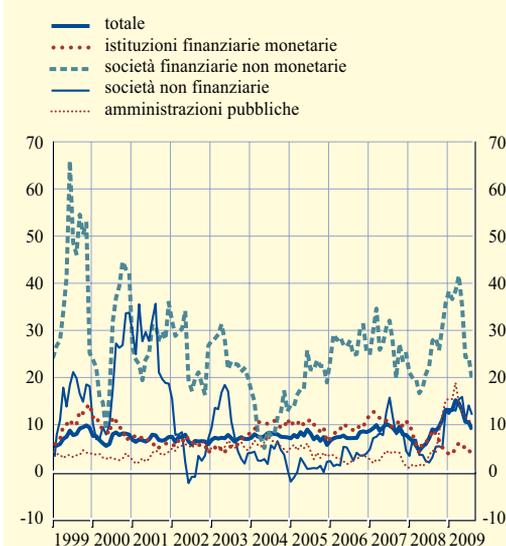
### TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è calato all'11,0 per cento in agosto, dall'11,8 del mese precedente (cfr. tavola 3), confermando così una lieve moderazione della crescita delle emissioni di titoli di debito, seppur ad un livello elevato. Ciò è riflesso anche nel tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, che ha mostrato un lieve rallentamento della perdurante sostenuta crescita dei titoli di debito emessi 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

**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.

al 14,0 per cento in agosto dal 18,7 del mese precedente. Nel contempo, la crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è rimasta sostenuta, collocandosi al 10,6 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; questi rappresentano quasi il 70 per cento delle consistenze in essere dei titoli a lungo termine emessi e il loro tasso di crescita è salito dal 5,4 per cento di inizio anno al 10,6 per cento in agosto. Nel contempo, il tasso di crescita delle emissioni di titoli a lungo termine a tasso variabile ha continuato a diminuire, scendendo al 10,9 per cento.

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato in agosto, al 12,6 per cento. Tale sostenuta dinamica ha interessato principalmente le emissioni a lungo termine, mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi dalle società non finanziarie è stato fortemente negativo per l'intero anno fino ad agosto. Al momento, le imprese dell'area dell'euro stanno traendo vantaggio dal forte calo del costo relativo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito per assicurarsi finanziamenti a lungo termine. In effetti, fra novembre del 2008 e agosto del 2009 il costo reale del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato è sceso molto più rapidamente dei corrispondenti tassi sui prestiti applicati dalle IFM. Tale andamento ha rispecchiato un miglioramento delle condizioni di finanziamento sul mercato dei capitali, in virtù del quale i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono riportati su livelli inferiori a quelli osservati immediatamente prima dell'intensificarsi della crisi finanziaria a settembre 2008, anche se ancora leggermente superiori a quelli anteriori alle turbolenze (luglio 2007), nonostante il contestuale aumento dei tassi di insolvenza delle imprese.

Allo stesso tempo, la vivace dinamica dell'emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie potrebbe in parte anche riflettere il deterioramento della disponibilità di finanziamento bancario dovuto all'inasprimento dei termini e delle condizioni per i prestiti bancari (cfr. il riquadro 2 relativo ai risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre). La modesta attività di fusione e acquisizione, che è tradizionalmente una delle principali determinanti delle emissioni di titoli di debito, suffraga l'ipotesi secondo cui le imprese, specie quelle di dimensioni maggiori, potrebbero essersi rivolte al mercato dei capitali per aggirare l'inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti bancari. Nell'indagine sul credito bancario di ottobre, un numero crescente di banche ha dichiarato che la concorrenza esercitata dal finanziamento tramite il mercato ha contribuito a un rallentamento della domanda di credito bancario.

Quanto al settore finanziario, si è registrato un ulteriore calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM, sceso al 3,6 per cento in agosto dal 4,2 di luglio. L'andamento è imputabile a un rapido rallentamento dell'emissione dei titoli di debito a breve termine, il cui tasso di variazione è diminuito dall'1,7 a -4,2 per cento nello stesso periodo, mentre la crescita dei titoli a lungo termine è rimasta sostanzialmente invariata, al 4,9 per cento. Analogamente, è sceso il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie, al 27,6 per cento in agosto, con un calo di circa 3 punti percentuali rispetto al livello di luglio. Nello stesso periodo anche il tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno ha registrato una attenuazione rispetto al mese precedente. 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.

Infine, nel settore delle amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è rimasto sostenuto, al 13,0 per cento in agosto. La consistente dinamica delle

emissioni di titoli di Stato riflette il perdurante sostanziale fabbisogno di finanziamento da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, registrando un tasso di crescita molto sostenuto in relazione all'emissione di titoli di debito a breve termine.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto invariato al 2,7 per cento in agosto (cfr. figura 8). Il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM si è mantenuto elevato, al 9,4 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 l'aumento del tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, che in agosto ha raggiunto l'1,7 per cento, il livello massimo dal maggio 2001, forse favorito dagli andamenti positivi dei mercati azionari negli ultimi mesi e dalla perdurante esigenza delle imprese di rafforzare i propri bilanci.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

## 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi sia garantiti che privi di garanzia sono rimasti relativamente stabili in ottobre, collocandosi su livelli sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente. Nell'area dell'euro le condizioni di liquidità sono rimaste abbondanti dopo le prime due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno, il 24 giugno e il 30 settembre. A ciò è ascrivibile il calo della domanda osservato nelle operazioni di rifinanziamento principali e nelle altre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, tutte condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Inoltre, l'Eurosistema ha continuato a effettuare acquisti a titolo definitivo di covered bond nel contesto del Covered Bond Purchase Programme avviato il 6 luglio 2009.*

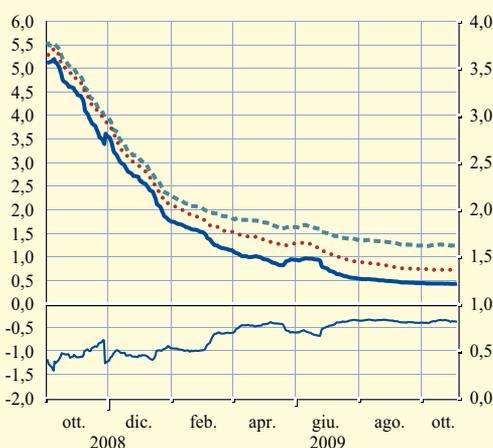
In ottobre i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti stabili: il 4 novembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,43, 0,72, 1,00 e 1,24 per cento, su livelli sostanzialmente invariati da quelli osservati il 7 ottobre. L'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accentuata: il differenziale tra il tasso Euribor a dodici mesi e quello a un mese, pari a 81 punti base il 4 novembre, è salito di 2 punti base rispetto al 7 ottobre, riflettendo il movimento in direzioni opposte dei due tassi (cfr. figura 9).

I tassi del mercato monetario sui depositi garantiti, ricavati dall'Eonia Swap Index, sono lievemente diminuiti. Il calo del tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è stato meno marcato di quello dell'Euribor corrispondente, determinando una moderata riduzione del differenziale tra i tassi sui depositi non garantiti e su quelli garantiti. Il 4 novembre tale differenziale si è collocato a 26 punti base, valore superiore di 1 punto base rispetto a quello osservato il 7 ottobre.

**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)

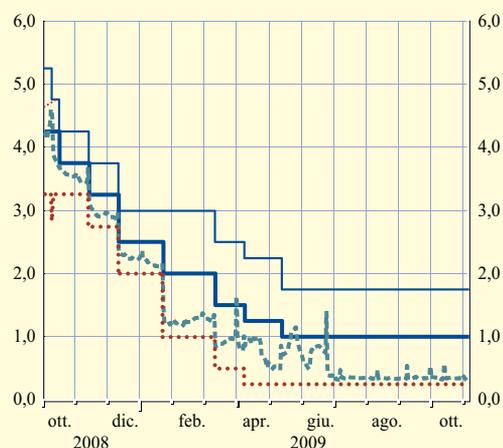


Fonti: BCE e Reuters.

**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.

I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2009 e marzo 2010 sono scesi di 3 punti base tra il 7 ottobre e il 4 novembre, quando si sono collocati rispettivamente allo 0,760 e allo 0,935 per cento, mentre il tasso implicito nei prezzi dei contratti con scadenza a giugno 2010 è aumentato di 4 punti base, portandosi all'1,265 per cento.

L'Eonia è stato sostanzialmente stabile in ottobre, su livelli superiori di 10 punti base circa rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, pari allo 0,25 per cento (cfr. figura 10). L'unica eccezione si è verificata il 13 ottobre, ultimo giorno del nono periodo di mantenimento dell'anno, quando l'Eonia è salito allo 0,57 per cento in seguito all'operazione di *fine tuning* per l'assorbimento di liquidità condotta dall'Eurosistema. Con tale operazione, soggetta a una procedura d'asta a tasso variabile, sono stati assorbiti 169,7 miliardi di euro con un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso ponderato dello 0,74 per cento.

Il volume delle operazioni di mercato aperto in essere, dopo essere aumentato temporaneamente il 30 settembre a circa 743 miliardi di euro in seguito al regolamento della seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a un anno, ha ripreso a diminuire, collocandosi il 4 novembre a 685,2 miliardi di euro. Dagli inizi di ottobre la domanda di liquidità nelle operazioni di rifinanziamento principali e in quelle di rifinanziamento a più lungo termine (e pertanto, in ragione della procedura d'asta con piena aggiudicazione degli importi attualmente applicata dall'Eurosistema, la liquidità offerta in tali operazioni) è stata significativamente inferiore agli importi in scadenza corrispondenti. Tale andamento è stato più pronunciato per le operazioni a più lungo termine, che hanno maggiormente risentito delle ORLT a un anno. Ciò nonostante, la struttura per scadenze della liquidità si è ulteriormente allungata nel complesso: le operazioni di rifinanziamento principali rappresentano ora solo il 7 per cento circa della liquidità totale in essere rispetto al 50 per cento circa di giugno, prima del regolamento della prima ORLT a un anno.

Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 6, 13, 20 e 27 ottobre la BCE ha aggiudicato rispettivamente 62,6, 61,6, 49,8 e 48,7 miliardi di euro. Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ha condotto in ottobre tre ORLT speciali con scadenze a uno, tre e sei mesi, nonché una ORLT ordinaria a tre mesi. La BCE ha assegnato il 13 ottobre 7,7 miliardi di euro nella ORLT speciale con scadenza a un mese e il 7 ottobre rispettivamente 1,1 e 2,4 miliardi di euro nelle ORLT speciali a tre e sei mesi. Nell'ORLT ordinaria a tre mesi del 29 ottobre la BCE ha aggiudicato 3,3 miliardi di euro.

La liquidità in eccesso nei mercati monetari dell'area dell'euro è stata assorbita principalmente tramite il ricorso ai depositi presso la banca centrale che, pur registrando un calo rispetto al ricorso giornaliero medio di 109,6 miliardi di euro osservato nel precedente periodo di mantenimento delle riserve conclusosi il 13 ottobre, è rimasto elevato collocandosi il 4 novembre a 91,5 miliardi di euro.

Ai sensi della decisione del Consiglio direttivo del 24 settembre, il 6 ottobre l'Eurosistema ha condotto, nel quadro degli accordi con la Federal Reserve per lo scambio di liquidità nelle reciproche valute (linee di *swap*), l'ultima operazione di immissione di liquidità in dollari statunitensi attraverso questo canale, con scadenza a 84 giorni. L'Eurosistema ha però continuato a fornire fondi in dollari mediante operazioni a una settimana a fronte di garanzie da esso considerate idonee. Analogamente, ha seguito a fornire fondi in franchi svizzeri mediante operazioni di *swap* a una settimana, sulla base dell'accordo con la Banca nazionale svizzera.

Infine, l'Eurosistema ha proseguito nell'acquisto di *covered bond* idonei nel quadro del programma avviato il 6 luglio. Il valore dei *covered bond* acquistati tra il 6 luglio e il 4 novembre è stato pari a 21 miliardi di euro circa; l'ammontare complessivo di tali acquisti diretti dovrebbe raggiungere i 60 miliardi di euro entro la fine di giugno 2010.

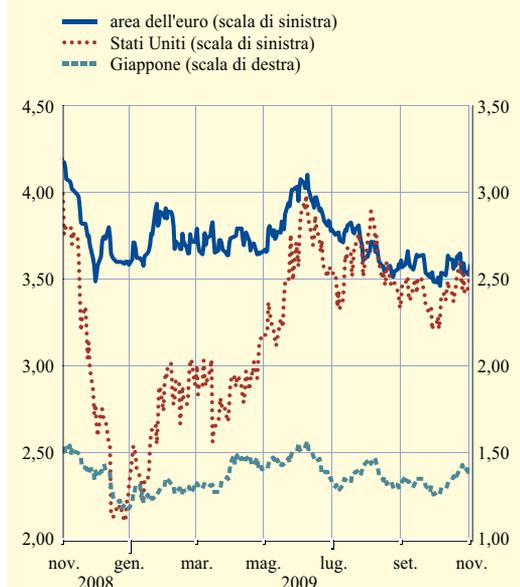
## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*In ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente aumentati, per effetto in parte dell'ingente volume di emissioni nel corso del mese nonché dell'ulteriore miglioramento dei dati macroeconomici. I rendimenti sui titoli di Stato statunitensi a lungo termine sono saliti in misura leggermente maggiore nello stesso periodo. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti ha evidenziato un lieve incremento in ottobre. L'inflazione attesa ricavata dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro continua a suggerire che le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ulteriormente ristretti nel mese in esame, riportandosi su livelli analoghi a quelli osservati prima dell'acuirsi della crisi finanziaria nel settembre 2008.*

Rispetto a fine settembre, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono aumentati di circa 10 punti base, portandosi il 4 novembre approssimativamente al 3,6 per cento. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli decennali sono saliti in misura lievemente maggiore, circa 20 punti base, collocandosi alla stessa data pressoché al 3,6 per cento (cfr. figura 11). Di conseguenza, il differenziale dei tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto a zero punti base. L'incremento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro potrebbe essere dovuto in parte all'ingente volume delle emissioni effettuate in ottobre nonché al miglioramento delle prospettive macroeconomiche. L'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato decennali negli Stati Uniti rispecchia la pubblicazione di dati migliori delle attese e la revisione delle aspettative del mercato relative alla futura evoluzione dei tassi di riferimento nel paese in seguito ad alcune osservazioni formulate dal Presidente della Federal Reserve nella terza settimana del mese. Verso la fine di ottobre l'ingente volume dei titoli di Stato statunitensi emessi ha coinciso con una domanda vivace nel contesto di una correzione dei mercati azionari e di una pressione al rialzo sul tasso di cambio del dollaro, dando luogo a un lieve calo dei rendimenti rispetto ai valori di metà mese. La volatilità implicita nei mercati obbligazionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti ha evidenziato un lieve incremento nel complesso del mese.

**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.

A una diminuzione della maggior parte dei differenziali sui *credit default swap* a dieci anni in tutti i paesi dell'area dell'euro ha corrisposto una flessione dei differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area rispetto alla Germania. Eccezione degna di nota è stata la Grecia, che ha registrato un lieve ampliamento del differenziale.

I rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto a fine settembre, collocandosi il 4 novembre allo 0,8 per cento, mentre i rendimenti reali a dieci anni sono aumentati di 20 punti base portandosi all'1,6 per cento alla stessa data (cfr. figura 12). Di conseguenza, il rendimento reale a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 30 punti base, al 2,3 per cento. L'andamento rispecchia la normalizzazione in atto, ma non ancora ultimata, delle condizioni di liquidità nel mercato dei titoli di Stato indicizzati.

I dati provenienti dai mercati finanziari continuano a suggerire che le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate. Il 4 novembre i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente all'1,8 e al 2,1 per cento, su livelli lievemente inferiori a quelli osservati alla fine di settembre (cfr. figura 13). Il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è diminuito di 20 punti base, al 2,4 per cento. La volatilità recentemente elevata dei tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza e degli analoghi tassi *swap* indicizzati sarebbe riconducibile, tuttavia, a fattori di natura tecnica, vale a dire alla normalizzazione in corso, ma ancora incompleta, delle condizioni di liquidità per l'intera gamma di scadenze, in seguito alla crisi finanziaria, nonché all'accresciuta domanda di titoli

**Figura 12 Rendimenti delle obbligazioni zero coupon, indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

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

- rendimenti delle obbligazioni indicizzate a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ..... rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a cinque anni
- - - - - rendimenti delle obbligazioni indicizzate a pronti a dieci anni

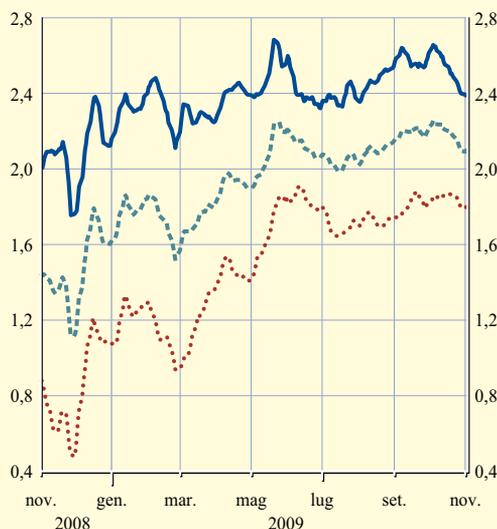


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

**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)

- tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- ..... tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni
- - - - - tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

che offrano protezione dal rischio di inflazione. In prospettiva, l'atteso aumento dell'offerta di obbligazioni indicizzate dovrebbe contribuire al miglioramento delle condizioni di liquidità lungo l'intera curva dei tassi di inflazione di pareggio.

La struttura per scadenze dei tassi a termine nell'area dell'euro mostra come il comportamento complessivo dei rendimenti a lungo termine possa essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 14). In ottobre l'inclinazione della curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è lievemente accentuata rispetto alla fine di settembre, per effetto probabilmente di un modesto incremento dei premi a termine dovuto alle condizioni leggermente più volatili nei mercati obbligazionari.

Per quanto concerne i mercati delle obbligazioni societarie, si è protratto il restringimento dei differenziali riguardanti le obbligazioni finanziarie *investment grade* con merito di credito più basso e quelle di qualità inferiore (*speculative grade*). L'andamento si è ulteriormente riflesso in una vivace emissione di titoli di debito da parte del settore societario, continuando a suggerire una qualche sostituzione del finanziamento bancario con quello di mercato. Nell'attuale contesto di miglioramento delle aspettative circa le prospettive economiche, con ogni probabilità il recente marcato calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie (nonostante l'incremento dei tassi di insolvenza delle società sulla scorta del brusco rallentamento del ciclo economico) riflette prevalentemente la normalizzazione delle condizioni in questi mercati, ritornate sui livelli osservati prima dell'acuirsi della crisi finanziaria durante lo scorso autunno, pur rimanendo lievemente al di sopra dei valori storici di lungo periodo.

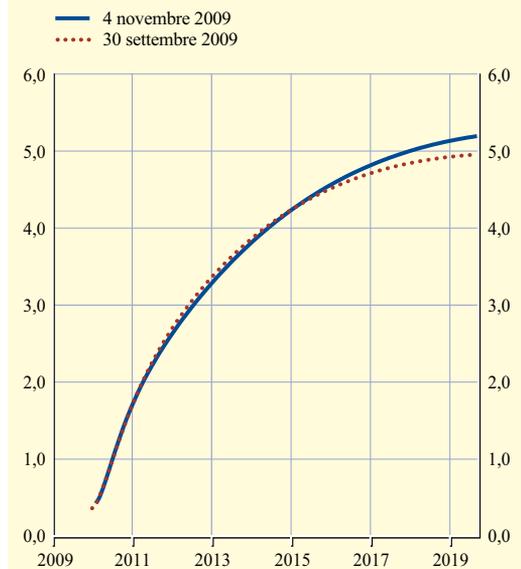
## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*In settembre 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. La tendenza al ribasso osservata nei tassi 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 settembre 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 la graduale trasmissione della

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

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



Fonti: BCE, EuroMTS (dati sottostanti) e Fitch Ratings (*rating*).  
 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.

consistente diminuzione osservata nei tassi del mercato monetario dal novembre 2008 (cfr. figura 15). I tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti di piccola entità alle società non finanziarie sono scesi di 6 punti base nel mese in esame, mentre quelli analoghi sui prestiti di importo elevato erogati allo stesso settore sono calati di 23 punti base nello stesso periodo. Parimenti, i tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono ridotti in settembre di 19 punti base. Al contempo i tassi di interesse applicati dalle IFM sugli scoperti di conto corrente concessi alle società non finanziarie e alle famiglie hanno evidenziato, rispettivamente, valori invariati e in lieve aumento.

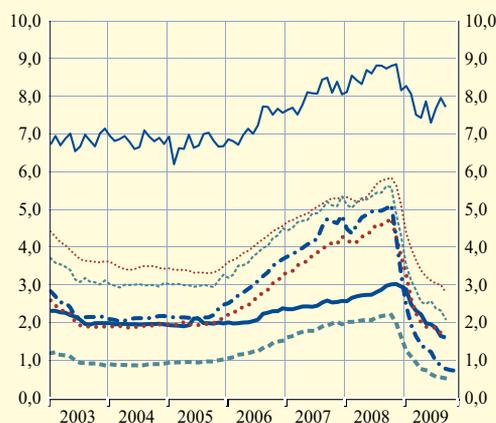
Nel complesso, la flessione osservata nei tassi sui prestiti a breve termine a settembre 2009 è stata nel complesso più pronunciata rispetto ai corrispondenti tassi del mercato monetario. Ad esempio, l'Euribor a tre mesi è diminuito di 9 punti base. Di conseguenza, i differenziali tra i tassi di interesse delle IFM a breve termine e i tassi del mercato monetario a breve, pur rimanendo ampi, si sono ridotti in settembre e, secondo le attese, dovrebbero ancora restringersi in qualche misura con il trasmettersi delle variazioni dei tassi di mercato (cfr. figura 16).

In una prospettiva di più lungo termine, i tassi di interesse a breve termine applicati ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti di 299 punti base tra ottobre 2008 e settembre 2009. I tassi corrispondenti sui prestiti di piccola e grande entità alle società non finanziarie sono

**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)

- depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- - - - - depositi *overnight* di società non finanziarie
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - - 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
- tasso del mercato monetario a tre mesi

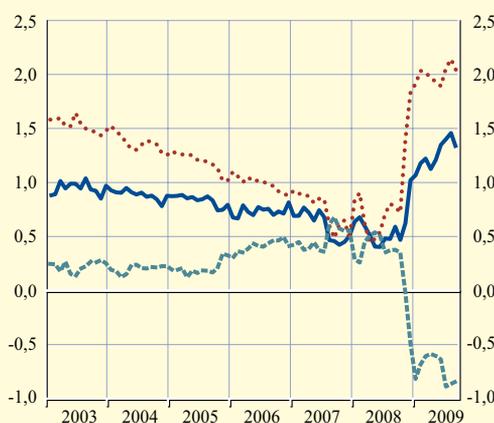


Fonte: BCE.

**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.

scesi rispettivamente di 298 e 353 punti base, a fronte di un calo di 425 punti base dell'Euribor a tre mesi. Nonostante i timori circa le prospettive per i bilanci dei prenditori e l'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 ufficiali 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 (cfr. anche 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).

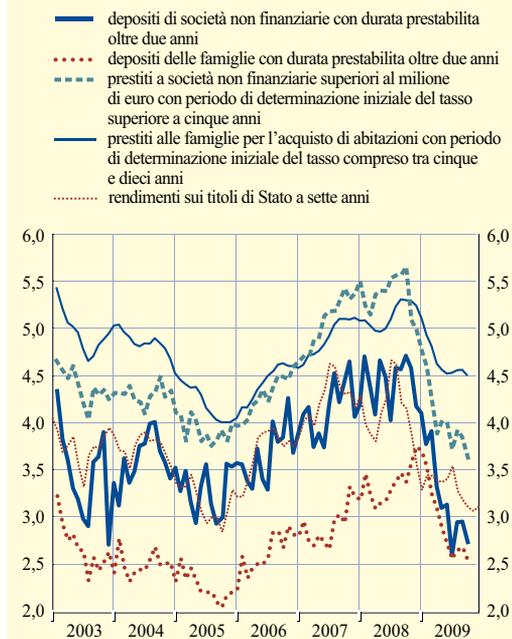
In settembre la gran parte dei tassi sui prestiti a medio e lungo termine è diminuita nel contesto di diminuzione dei rendimenti sui titoli di Stato (cfr. figura 17). I tassi di interesse delle IFM sui prestiti di importo modesto ed elevato alle società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono scesi rispettivamente di 8 e 21 punti base. Analogamente, i tassi di interesse applicati dalle IFM ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni e superiore ai dieci anni sono calati rispettivamente di 6 e 4 punti base. Nello stesso periodo il rendimento dei titoli di Stato a sette anni si è ridotto di 8 punti base.

In un prospettiva di più lungo termine, la diminuzione osservata tra agosto 2008 e settembre 2009 nei tassi di interesse delle IFM a lungo termine sui prestiti alle famiglie è stata pari in genere solo a circa la metà della flessione di 152 punti base registrata nel periodo per i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni. 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. Al contrario, i tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui prestiti di importo contenuto alle società non finanziarie sono scesi di 136 punti base tra agosto 2008 e settembre 2009, mentre quelli sui prestiti di importo considerevole a favore dello stesso settore hanno evidenziato un calo consistente, di 211 punti base. Pertanto, in questo periodo le flessioni dei tassi sui prestiti alle società non finanziarie sono state nel complesso analoghe o superiori al calo dei tassi di mercato a lungo termine.

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. Tali misure sono rimaste sostanzialmente invariate su livelli contenuti nell'intero anno fino a settembre. 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.

**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)



Fonte: BCE.

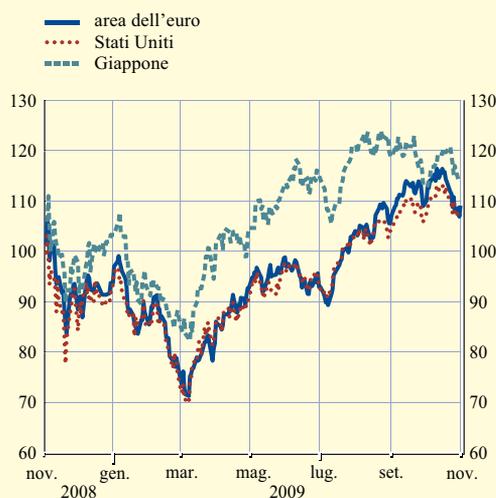
## 2.6 MERCATI AZIONARI

Per la maggior parte del mese di ottobre i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno continuato ad aumentare, per poi registrare una contrazione negli ultimi giorni del mese che ha più che annullato i guadagni iniziali. Nel contempo, la volatilità implicita dei mercati azionari è aumentata verso la fine del mese. Nell'area dell'euro la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi è ulteriormente migliorata in ottobre e, per la prima volta in oltre un anno, ha rispecchiato un'evoluzione favorevole sia nel settore finanziario sia in quello non finanziario. Nel complesso, per quasi tutto il mese le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono state sospinte dalla pubblicazione di alcune notizie economiche favorevoli e da revisioni al rialzo degli utili attesi. Verso la fine di ottobre, gli andamenti dei corsi azionari hanno risentito delle vendite di realizzo e della protratta incertezza del mercato circa le prospettive economiche.

Per la maggior parte di ottobre gli indici dei corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno mostrato una tendenza al rialzo per poi registrare una correzione al ribasso verso la fine del mese, soprattutto per effetto delle attività di realizzo da parte degli operatori di mercato. Tale andamento è stato osservato per i titoli sia finanziari che non finanziari. Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro (misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx) e degli Stati Uniti (misurate dall'indice Standard & Poor's 500) sono diminuite rispettivamente del 3,6 e dell'1,0 per cento tra la fine di settembre e il 4 novembre (cfr. figura 18). Nello stesso periodo i corsi azionari in Giappone, misurati dall'indice Nikkei 225, sono scesi del 2,9 per cento. Nel contempo l'incertezza relativa alla dinamica a breve termine dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, è rimasta sostanzialmente invariata per quasi tutto il mese, ma verso gli ultimi giorni ha evidenziato un incremento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti (cfr. figura 19).

**Figura 18 Indici dei corsi azionari**

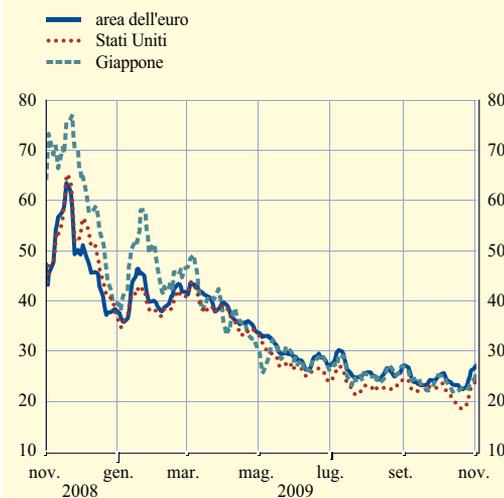
(indice: 1° novembre 2008 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.  
Nota: indice 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.

Le variazioni al rialzo dei corsi azionari dell'area dell'euro nella prima metà di ottobre hanno rispecchiato la pubblicazione di dati macroeconomici migliori delle attese, che hanno indotto alcuni operatori di mercato a rivedere ulteriormente al rialzo le prospettive di crescita per l'economia dell'area dell'euro e del resto del mondo. Nei mesi recenti i corsi azionari degli Stati Uniti e dell'area dell'euro hanno seguito un andamento molto simile, registrando una correlazione fra i rendimenti azionari di gran lunga superiore alle medie storiche. Tale circostanza rispecchia il fatto che i mercati considerano la crisi in una prospettiva mondiale, ritenendo pertanto che la ripresa delle economie nazionali dipenda in ampia misura dalla ripresa dell'economia mondiale. La revisione al rialzo in ottobre della valutazione del settore bancario sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti da parte dei principali operatori di mercato e le notizie positive sugli utili hanno ulteriormente contribuito ad accrescere la fiducia degli investitori. Nonostante questi andamenti favorevoli, i corsi azionari rimangono su livelli notevolmente inferiori a quelli elevati raggiunti nel secondo trimestre del 2007.

In ottobre la crescita degli utili effettivi per le società quotate dell'area dell'euro è rimasta debole. L'incremento degli utili effettivi per azione relativo alle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx è rimasto invariato al -41 per cento. La crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi è invece ulteriormente migliorata al 18,0 per cento, a fronte dell'11,5 per cento di settembre. Questa evoluzione positiva si è mostrata sostenuta fin dall'inizio del terzo trimestre e in ottobre, per la prima volta in oltre un anno, ha rispecchiato dati più favorevoli nei settori sia finanziari che non finanziari.

Nel complesso, gli andamenti dei corsi azionari in ottobre sono stati determinati da fattori in contrasto fra loro. Per gran parte del mese la pubblicazione di notizie economiche favorevoli e le revisioni al rialzo degli utili attesi hanno continuato a imprimere slancio alle quotazioni azionarie, in un contesto di aumentata propensione al rischio, di bassi tassi di interesse e di condizioni di liquidità abbondante. Verso la fine del mese, però, gli andamenti dei corsi azionari hanno risentito anche delle finalità di realizzo e dell'incertezza del mercato riguardante la tempistica delle future decisioni di politica monetaria, in particolare circa l'attuazione delle strategie di uscita dalle misure di politica monetaria non convenzionali.

### Riquadro 3

#### **UN QUADRO GIURIDICO AGGIORNATO PER LA RACCOLTA DI INFORMAZIONI STATISTICHE DA PARTE DELLA BCE**

L'articolo 5 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca centrale europea (BCE) assegna a quest'ultima, assistita dalle banche centrali nazionali (BCN), la competenza di raccogliere le informazioni statistiche necessarie al fine di assolvere i compiti del SEBC. Attribuisce inoltre al Consiglio dell'Unione europea (UE) la competenza di "determinare le persone fisiche e giuridiche soggette agli obblighi di segnalazione, il regime di riservatezza e le opportune disposizioni per assicurarne l'applicazione". Di conseguenza, nel 1998 il Consiglio ha adottato il regolamento (CE) n. 2533/98 sulla raccolta di informazioni statistiche da parte della Banca centrale europea. Benché tale regolamento sia stato uno strumento giuridico fondamentale per la raccolta di informazioni statistiche da parte della BCE fin dall'avvio dell'Unione monetaria europea, gli sviluppi dei mercati finanziari nell'ultimo decennio e la tendenza nei processi di produzione statistica verso sistemi di raccolta maggiormente integrati ne hanno resa necessaria una modifica. Inoltre, la stretta cooperazione tra il SEBC e il Sistema statistico euro-

peo (SSE) – composto da Eurostat e dagli istituti nazionali di statistica – meritava una menzione esplicita. Di conseguenza, dando seguito a una raccomandazione della BCE del 3 ottobre 2008, il Consiglio ha adottato il regolamento (CE) n. 951/09 del 9 ottobre 2009 che modifica il regolamento del 1998.

Questo regolamento quadro non impone automaticamente degli obblighi di segnalazione statistica agli operatori, bensì: a) definisce le categorie di agenti a cui la BCE può potenzialmente imporre tali obblighi vincolanti (“operatori soggetti agli obblighi di segnalazione”); b) descrive l’ambito delle informazioni che il SEBC può raccogliere attraverso l’imposizione dei suddetti obblighi; c) specifica le misure a tutela della riservatezza; d) delinea il quadro generale della *governance* per lo sviluppo, la produzione e la diffusione di statistiche europee da parte del SEBC.

Le principali modifiche introdotte dal nuovo regolamento sono elencate qui di seguito.

1) *Operatori soggetti agli obblighi di segnalazione e finalità della raccolta di dati.* La modifica ha ampliato il novero degli operatori potenzialmente soggetti agli obblighi di segnalazione, includendovi l’intero settore delle società finanziarie. Fino ad ora la BCE non disponeva del potere legale per imporre obblighi vincolanti di segnalazione alle compagnie di assicurazione e ai fondi pensione, che pure rappresentano una gran parte del settore finanziario dell’area dell’euro in termini di attivi totali e che hanno visto aumentare sostanzialmente la loro importanza come operatori del mercato finanziario nel corso dell’ultimo decennio. Le crescenti interconnessioni tra le diverse tipologie di intermediari finanziari e la sempre maggiore complessità dei mercati finanziari potrebbero di fatto far nascere in futuro l’esigenza di raccogliere informazioni comparabili, frequenti e tempestive per tutti gli operatori significativi del settore finanziario. Inoltre, il quadro giuridico modificato permette alla BCE di raccogliere informazioni da soggetti segnalanti per tutti i compiti del SEBC, compresi quelli collegati alla stabilità finanziaria, ai pagamenti e ai sistemi di pagamento. Prima della modifica, il regolamento limitava le possibilità di raccolta di informazioni da determinati soggetti segnalanti a scopi specifici quali la compilazione di statistiche monetarie e bancarie o di bilancia dei pagamenti. Questo collegamento univoco, tuttavia, non è più adatto ai moderni processi integrati di produzione delle statistiche. Allo stesso tempo, e con l’intento di ridurre al minimo gli obblighi di segnalazione, è stata introdotta una nuova norma, in virtù della quale la BCE – prima di adottare un regolamento in materia di nuove statistiche – valuta i meriti e i costi relativi alla raccolta di informazioni statistiche nuove o sostanzialmente migliorate, una prassi già seguita fin dal 2000.

2) *Riservatezza.* Il SEBC annette la massima importanza alla rigorosa tutela delle informazioni statistiche riservate (sostanzialmente, quelle che consentono l’identificazione diretta o indiretta dei soggetti segnalanti) e adotta tutte le misure necessarie a garantirla. Allo stesso tempo sono necessarie disposizioni adeguate per disciplinare la trasmissione di statistiche riservate, ove necessaria e ammissibile, seguendo procedure appositamente definite. Il regolamento modificato rispecchia tutte queste considerazioni. Resta valido il principio fondamentale della raccolta di informazioni statistiche di natura riservata, vale a dire il decentramento di tale attività: ciò significa che le BCN raccolgono le informazioni dai singoli soggetti dichiaranti e le trasmettono in forma aggregata alla BCE. Il regolamento modificato prevede tuttavia che, una volta raccolte, le informazioni riservate possano essere scambiate tra i membri del SEBC qualora questo sia necessario per migliorare la qualità delle statistiche. Un semplice esempio illustra tale necessità: le BCN che forniscono il contributo dei rispettivi paesi alle statistiche di bilancia dei pagamenti dell’area dell’euro devono accertarsi che un’operazione transfrontaliera di grande entità

realizzata all'interno dell'area sia registrata allo stesso modo nei due Stati membri interessati. Senza uno scambio di informazioni statistiche riservate tra le autorità dei due paesi preposte alla compilazione dei dati potrebbero determinarsi delle differenze nei tempi di registrazione, nella valutazione e nella classificazione di tale operazione e ciò potrebbe a sua volta tradursi in un errore nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. Questo è anche uno dei motivi per i quali il quadro giuridico modificato prevede lo scambio di informazioni statistiche di natura riservata tra il SEBC e l'SSE, poiché in alcuni Stati membri dell'UE il compito di produrre le statistiche di bilancia dei pagamenti è affidato agli istituti nazionali di statistica.

3) *La governance delle statistiche europee prodotte dal SEBC.* Il nuovo regolamento introduce una definizione del concetto di “statistiche europee” per individuare meglio la portata delle statistiche raccolte e compilate dal SEBC. Al suo interno, per “statistiche europee” si intendono statistiche che sono: necessarie per lo svolgimento dei compiti del SEBC, come indicato nel Trattato; determinate nell'ambito del programma di lavoro del SEBC in materia statistica; sviluppate, prodotte e diffuse in conformità con i principi statistici. Questi ultimi (“imparzialità, obiettività, indipendenza professionale, favorevole rapporto costi/benefici, segreto statistico, minimizzazione dell'onere di segnalazione e alta qualità del prodotto, compresa l'affidabilità”) sono enumerati esplicitamente nel regolamento e definiti nel sito Internet della BCE sotto forma di un impegno pubblico in materia di statistiche europee prodotte dal SEBC (“*Public Commitment on European Statistics by the ESCB*”).

4) *Cooperazione tra il SEBC e l'SSE.* Nell'ultimo decennio il lavoro statistico all'interno dell'Unione europea ha tratto beneficio dalla stretta cooperazione tra la BCE ed Eurostat<sup>1)</sup>, che ha agevolato un'efficiente divisione del lavoro tra le due istituzioni ed evitato sovrapposizioni nella base informativa necessaria per la definizione delle politiche a livello europeo. In tale contesto, il regolamento modificato conferma l'importanza di una stretta cooperazione tra il SEBC e l'SSE.

Il regolamento del Consiglio modificato offre, dunque, al SEBC un quadro giuridico rafforzato, adatto alla raccolta e alla compilazione delle statistiche necessarie per l'assolvimento dei suoi compiti nel prossimo decennio.

1) Le statistiche monetarie, delle istituzioni finanziarie e del mercato finanziario – oltre che quelle sulle riserve internazionali, i tassi di cambio effettivi e i conti finanziari trimestrali – ricadono sotto la responsabilità primaria della BCE; le statistiche economiche generali e quelle di natura non economica sono principalmente di competenza di Eurostat. Le due istituzioni sono responsabili in maniera congiunta delle statistiche esterne (bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero), dei conti del settore non finanziario europeo e dell'infrastruttura statistica.

#### Riquadro 4

##### I CONTI INTEGRATI DELL'AREA DELL'EURO PER IL SECONDO TRIMESTRE DEL 2009<sup>1)</sup>

I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2009 diffusi il 29 ottobre forniscono informazioni esaustive e coerenti su reddito, spesa, finanziamento e scelte di portafoglio di tutti i settori dell'economia dell'area.

1) Informazioni dettagliate sono consultabili sul sito Internet della BCE alla pagina <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181>.

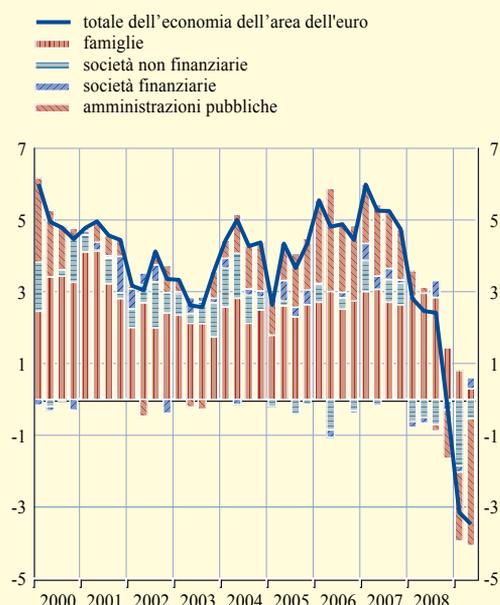
### Reddito e accreditamento netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

Nel secondo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente del reddito disponibile nominale ha continuato a peggiorare a scapito prevalentemente delle entrate pubbliche e, in qualche misura, del reddito delle famiglie. Il reddito disponibile lordo nell'area dell'euro è sceso in termini nominali del 3,5 per cento nel secondo trimestre (contro il -3,2 per cento del primo e il -0,2 per cento del quarto del 2008) (cfr. figura A).

Sempre nel secondo trimestre il decremento del risparmio lordo nel complesso dell'area dell'euro ha evidenziato un lieve calo, portandosi al -14,8 per cento sul periodo corrispondente. Nello stesso periodo gli investimenti fissi lordi si sono contratti più rapidamente, di un notevole -17,7 per cento. Di riflesso a tali andamenti il saldo accreditamento/indebitamento netto dell'area dell'euro è lievemente migliorato, risultando in un disavanzo dell'1,5 per cento del PIL nel secondo trimestre in base alla somma mobile su quattro trimestri<sup>2)</sup>. Sul piano settoriale, il miglioramento di questo saldo dell'area rispecchia il marcato incremento dell'accREDITAMENTO netto delle famiglie e delle società finanziarie che, associato a una considerevole riduzione dell'indebitamento netto delle società non finanziarie, è stato superiore alla massiccia crescita dell'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura B).

**Figura A Reddito disponibile lordo nell'area dell'euro – contributi settoriali**

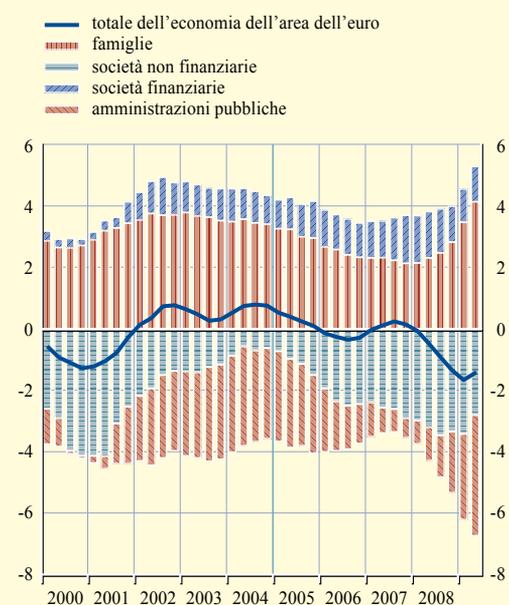
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura B Accreditoamento netto/indebitamento netto nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL; somma mobile di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.

2) L'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto di un settore corrisponde al saldo del relativo conto capitale: misura cioè l'eccedenza del risparmio e dei trasferimenti netti in conto capitale ricevuti rispetto agli investimenti in conto capitale (accREDITAMENTO netto) o viceversa (indebitamento). Coincide altresì con il saldo dei conti finanziari, in quanto misura la differenza fra le transazioni nelle attività finanziarie e le transazioni nelle passività.

Questa lieve riduzione dell'indebitamento netto dell'area dell'euro rispecchia altresì il calo del disavanzo del conto corrente e del conto capitale dell'area, riconducibile a un minore disavanzo dei redditi da capitale, nonché a un maggiore avanzo commerciale. L'insieme dell'area dell'euro ha pertanto continuato a mostrare un fabbisogno netto di finanziamento nell'anno fino al secondo trimestre del 2009. Le ripercussioni della crisi finanziaria mondiale hanno seguito a ostacolare le operazioni transfrontaliere lorde, determinando ingenti rimborsi di depositi transfrontalieri. Il venir meno degli afflussi netti verso i depositi (che sono addirittura diventati deflussi netti nell'anno fino al secondo trimestre) è stato compensato dai maggiori afflussi netti annuali a favore dei titoli di debito. Inoltre, i deflussi netti annuali relativi ai prestiti si sono nettamente ridotti nel secondo trimestre.

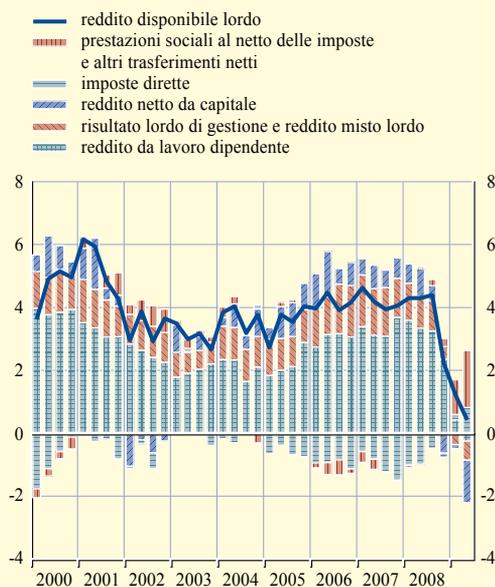
### Le scelte economiche dei settori istituzionali

Nel secondo trimestre la crescita del reddito nominale delle "famiglie" è diminuita fino ad arrestarsi. Il calo dei redditi da lavoro dipendente nel contesto di mercati del lavoro in peggioramento e la contrazione dei redditi da lavoro autonomo, affiancati da una brusca riduzione dei dividendi percepiti, sono stati superiori al contributo sempre più significativo dei trasferimenti sociali netti percepiti e delle minori imposte versate (cfr. figura C). La crescita del reddito disponibile reale ha continuato a essere sostenuta da dinamiche favorevoli di disinflazione e i consumi in termini reali hanno registrato un lieve recupero dopo la più marcata contrazione del trimestre precedenti (al -0,9 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre). Nel contesto di un peggioramento delle prospettive di occupazione, di una perdurante debolezza del mercato degli immobili residenziali e delle passate minusvalenze cumulate sulle azioni, il risparmio ha continuato ad aumentare, ancorché a un ritmo più contenuto. Il tasso di risparmio delle famiglie è salito nuovamente al 15,4 per cento nel secondo trimestre (in base alla somma mobile di quattro trimestri) con un aumento di 1,3 punti percentuali rispetto all'anno precedente, superando il picco osservato nel 2002-2003. A ciò si è aggiunta una riduzione degli investimenti delle famiglie (soprattutto in abitazioni), che ha determinato un'ulteriore crescita considerevole dell'accreditamento netto del settore e la perdurante moderazione del finanziamento mediante prestiti. Dal lato delle attività, la preferenza per la liquidità si è lievemente ridotta con un ritorno all'acquisto di azioni e una stabilizzazione delle acquisizioni di riserve tecniche di assicurazione, poiché la fiducia e i mercati delle attività hanno ripreso a crescere (cfr. figura D).

Per effetto della pronunciata recessione dell'attività economica e delle pressioni sui margini, la contrazione sul periodo corrispondente del valore aggiunto nominale delle "società non finanziarie" è divenuta più marcata. Il margine operativo lordo ha registrato una flessione an-

**Figura C Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)

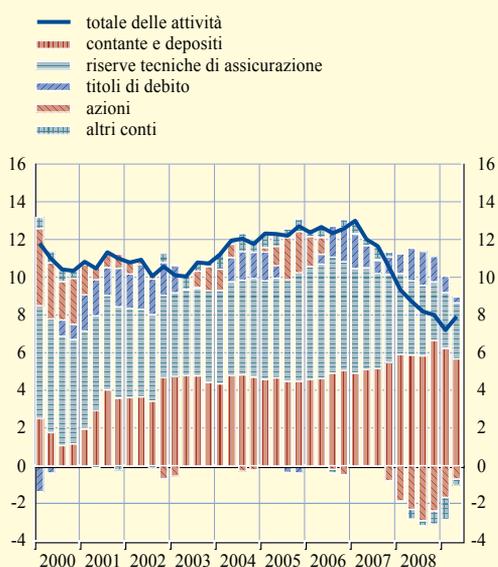


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

cora più marcata, dato le società non finanziarie non hanno potuto ridurre altrettanto rapidamente la spesa per redditi da lavoro dipendente. Tuttavia, il reddito e il risparmio hanno riguadagnato terreno sulla scorta di una diminuzione degli interessi netti corrisposti e delle imposte versate nonché di dividendi distribuiti. Sullo sfondo di una debole domanda mondiale, di un basso grado di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni finanziarie difficili ancorché in miglioramento, la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti fissi delle società non finanziarie si è ulteriormente ridotta del -17,1 per cento e si è avuto un considerevole decumulo delle scorte (-15 miliardi di euro nella prima metà del 2009, contro un accumulo di 18 miliardi di un anno prima). Di conseguenza, l'indebitamento netto delle società non finanziarie è significativamente diminuito nel secondo trimestre. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento esterno di questo medesimo comparto è ulteriormente calato e la sua composizione ha continuato a mostrare profondi cambiamenti imputabili a effetti di sostituzione: il finanziamento raccolto sul mercato è stato superiore al finanziamento ottenuto dalle IFM. L'incremento netto del finanziamento mediante prestiti si è assottigliato nel secondo trimestre (soprattutto per effetto di un calo dei prestiti delle IFM a breve termine sulla scia di un minore fabbisogno di capitale circolante, dovuto in particolare al decumulo delle scorte), mentre l'emissione degli strumenti di mercato (titoli di debito nonché azioni quotate) ha evidenziato un'ulteriore accelerazione (cfr. figura E). In un ambito distinto, il credito commerciale attivo e i prestiti erogati dalle società non finanziarie (prevalentemente intrasettoriali), benché in diminuzione, hanno mostrato una relativa capacità di tenuta rispetto al PIL in termini nominali, suggerendo una funzione di tamponamento atta ad attenuare l'impatto avverso del limitato finanziamento bancario (cfr. figura F). Le società non finanziarie hanno nuovamente ridotto le acquisizioni di azioni quotate nel secondo trimestre

**Figura D Investimenti finanziari delle famiglie**

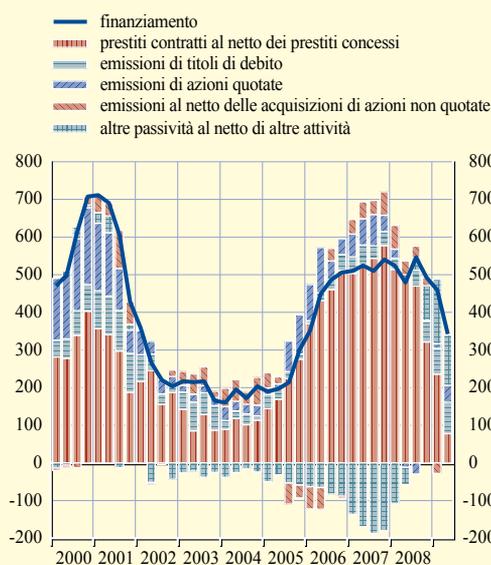
(somma mobile di quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura E Finanziamento esterno delle società non finanziarie per tipologia di fonte**

(somme mobili di quattro trimestri; in miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: a fini di presentazione, alcune transazioni concernenti le attività non sono riportate all'interno del finanziamento essendo prevalentemente interne al settore (prestiti concessi da società non finanziarie, azioni non quotate, altri conti attivi/passivi).

stre, continuando nel contempo ad attingere alle loro riserve di liquidità complessiva (con una certa ricomposizione delle attività a favore dei depositi).

L'ulteriore deterioramento dei conti delle "amministrazioni pubbliche" va ampiamente ricondotto all'impatto degli stabilizzatori automatici, ma anche ad alcune misure di stimolo aggiuntive, che hanno determinato un'ulteriore accelerazione della spesa per prestazioni sociali, un rallentamento dei contributi sociali (diventati negativi), un calo delle imposte indirette e una notevole diminuzione di quelle dirette. Nel secondo trimestre le amministrazioni finanziarie hanno seguito ad accrescere notevolmente l'emissione di debito, per finanziare disavanzi effettivi e per consentire ingenti acquisizioni di attività finanziarie (prestiti, titoli di debito e azioni non quotate) nel contesto dei piani di salvataggio finanziario nonché per permettere l'accumulo di contante. La crescente emissione netta di titoli di debito è stata assorbita ancora una volta da un incremento delle acquisizioni da parte delle IFM (alla ricerca di collocamenti sicuri e con il vantaggio di remunerativi *carry-trade*), cui si sono affiancate maggiori acquisizioni da parte dei non residenti.

Il reddito disponibile delle "società finanziarie" è risalito nonostante i minori interessi netti percepiti, sulla scorta di un consistente margine operativo lordo (che rispecchia gli accresciuti margini bancari e il calo della spesa per redditi da lavoro dipendente) e di notevoli riduzioni dei dividendi corrisposti. Nonostante le perduranti pressioni volte a una riduzione della leva finanziaria, i bilanci di tali società hanno continuato a espandersi sebbene a un ritmo contenuto (a meno di 100 miliardi di euro per trimestre dal quarto trimestre del 2008, contro gli importi fino a 1.000 miliardi durante il precedente boom di leva finanziaria). A ciò si è associato uno spostamento a favore di attività più sicure: le società finanziarie hanno acquisito in particolare titoli delle amministrazioni pubbliche, ridimensionando nel contempo le esposizioni transfrontaliere e limitando la generazione di prestiti.

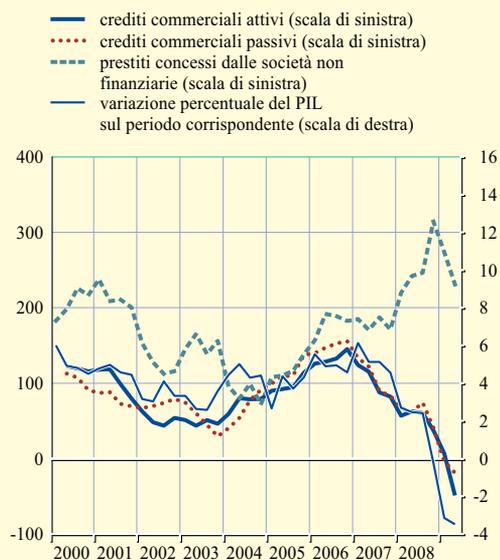
### Il finanziamento dei settori non finanziari e i mercati finanziari

La crescita del finanziamento totale dei settori non finanziari si è stabilizzata, poiché il dinamismo del finanziamento sul mercato ha compensato il limitato finanziamento bancario, nel contesto di una massiccia emissione di titoli di debito delle amministrazioni pubbliche e di un marcato ricorso ai fondi raccolti sul mercato da parte delle società non finanziarie.

Considerando i singoli strumenti, il mercato dei titoli di debito ha registrato un ulteriore aumento significativo dell'emissione netta da parte delle amministrazioni pubbliche. Le IFM sono

**Figura F Prestiti concessi dalle società non finanziarie e crediti commerciali attivi e passivi**

(somme mobili di quattro trimestri in miliardi di euro; variazioni percentuali del PIL sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.  
Nota: i crediti commerciali attivi e passivi sono stimati dalla BCE sulla base di informazioni incomplete.

state importanti acquirenti nette di titoli di debito (soprattutto di quelli pubblici), mentre le loro emissioni nette (consolidate) sono rimaste negative. Il resto del mondo ha continuato a effettuare ingenti acquisizioni nette, mentre le acquisizioni delle famiglie e delle società di assicurazione e dei fondi pensione hanno rallentato. Nel mercato dei fondi comuni è ripresa l'emissione netta di quote di fondi comuni non monetari, di cui gli assicuratori sono diventati acquirenti importanti. Nel mercato delle azioni quotate, l'emissione netta da parte delle società non finanziarie e finanziarie ha segnato un'accelerazione. Le società non finanziarie hanno nuovamente ridotto le loro acquisizioni, mentre le famiglie hanno ripreso a effettuarle e le cessioni da parte delle IFM hanno rallentato.

### Le dinamiche di bilancio

La ripresa dei corsi azionari mondiali ha attenuato l'impatto negativo sulla ricchezza finanziaria netta delle famiglie delle precedenti minusvalenze, pari a un importo cumulato ancora elevato di 600 miliardi di euro nell'anno fino al secondo trimestre del 2009. Le variazioni di valutazione (e altri elementi di altri flussi) costituiscono la componente più volatile dell'evoluzione della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, con un'incidenza del 12,3 per cento sul reddito disponibile annuo nell'anno fino al secondo trimestre. Allo stesso tempo i rialzi dei titoli di Stato hanno determinato considerevoli plusvalenze, che hanno concorso a compensare le minusvalenze sulle "attività tossiche" detenute dalle società finanziarie<sup>3)</sup>.

3) Occorre notare che, per quanto riguarda i prestiti (valutati al valore nominale nei conti dell'area dell'euro), la perdita definitiva derivante dalla loro inesigibilità incide sulla ricchezza finanziaria del creditore solo quando il prestito viene effettivamente cancellato, vale a dire con un notevole ritardo.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe salita a -0,1 per cento, da -0,3 in settembre. Questi valori lievemente negativi, in linea con le precedenti aspettative, sono riconducibili prevalentemente alle dinamiche osservate un anno fa nelle quotazioni internazionali delle materie prime. Le recenti oscillazioni dei tassi di inflazione sono state determinate in larga misura dall'interazione di due fattori: gli effetti base al rialzo connessi alla flessione di questi prezzi nella seconda metà del 2008 e le attuali variazioni dei corsi mondiali delle materie prime. Anche a causa di tali effetti, il tasso di inflazione si dovrebbe riportare su valori positivi nei prossimi mesi. Ci si attende in seguito che l'inflazione si mantenga in territorio positivo e che l'evoluzione complessiva dei prezzi e dei costi rimanga moderata in un contesto di domanda debole all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. I rischi per le prospettive di inflazione permangono sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, fra settembre e ottobre il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC sarebbe salito da -0,3 a -0,1 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene i dati disaggregati di tale stima non siano stati ancora diffusi, è emerso che il tasso di ottobre ha risentito di un effetto base al rialzo della componente energetica, derivante dal calo delle quotazioni mondiali del greggio dell'anno precedente.

La scomposizione dei dati di settembre indica che tutte le componenti dell'indice, tranne i servizi, hanno contribuito all'ulteriore lieve diminuzione dell'inflazione complessiva, rispetto allo 0,2 per cento registrato in agosto. Come nei mesi precedenti, i prezzi dei beni energetici hanno fornito un contributo particolarmente negativo all'andamento dell'inflazione complessiva. Fra agosto e settembre la loro dinamica tendenziale è scesa da -10,2 a -11,0 per cento, nonostante un lieve effetto base al rialzo legato al calo dei corsi petroliferi 12 mesi prima. La flessione dei prezzi dei carburanti liquidi per trasporto e riscaldamento è stata la determinante principale di un sensibile calo dei corsi energetici sul mese precedente, mentre la dinamica dei prezzi di elettricità e gas ha continuato a diminuire, seguendo in ritardo l'andamento delle quotazioni petrolifere dello scorso anno.

**Tavola 4 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

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 ottobre 2009 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

In settembre la crescita sui 12 mesi dei prezzi degli alimentari freschi è calata ancora, a -1,3 per cento. Al di là dell'andamento variabile dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, influenzato dalle condizioni meteorologiche, la considerevole diminuzione di questa dinamica ha rispecchiato in particolare il protrarsi della diminuzione delle variazioni sui dodici mesi dei prezzi della carne, in seguito all'inversione dello shock sui corsi mondiali degli alimentari dello scorso anno. In settembre la variazione annuale dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuita lievemente allo 0,5 per cento, toccando il livello minimo dal 1999. Tale valore è stato determinato principalmente dall'ulteriore diminuzione dei tassi di crescita dei prezzi di cereali, prodotti caseari e oli, in seguito alle pressioni al ribasso dovute alla forte concorrenza nella distribuzione al dettaglio dei beni alimentari in un contesto caratterizzato da domanda debole e calo delle quotazioni delle materie prime alimentari.

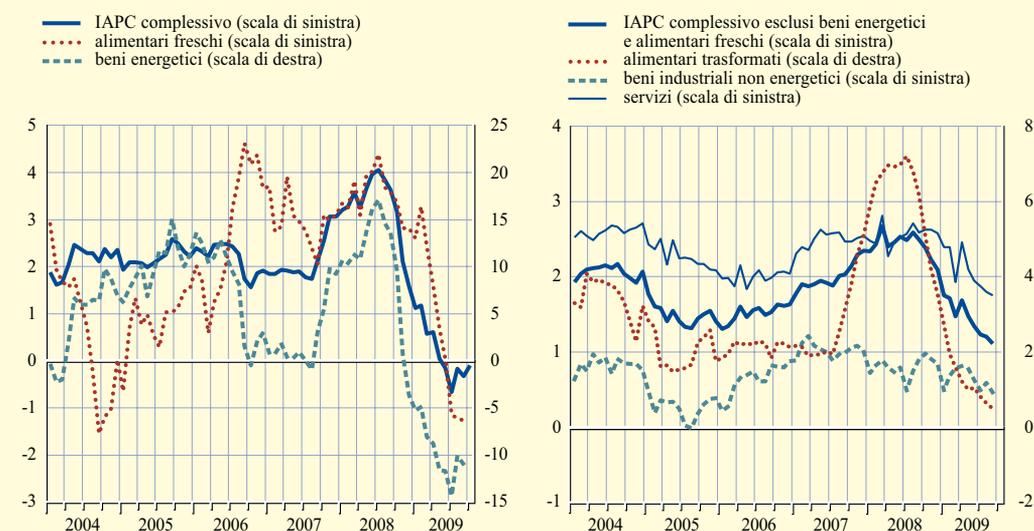
Al netto della componente alimentare ed energetica, che rappresenta circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è scesa in giugno di 0,1 punti percentuali, all'1,2 per cento. Tale flessione ha rispecchiato una diminuzione del tasso di crescita annuale dei prezzi dei beni industriali non energetici, mentre nel settore dei servizi l'inflazione è rimasta invariata.

Fra agosto e settembre la dinamica tendenziale dei prezzi dei beni industriali non energetici è diminuita lievemente, dallo 0,6 allo 0,5 per cento. Al di là di un effetto distorsivo imputabile ai ribassi stagionali della componente abbigliamento, tale dinamica ha mantenuto la tendenza lievemente flettente osservata lo scorso anno, determinata principalmente dall'andamento dei prezzi dei beni durevoli (in particolare delle autovetture) e in misura minore da quello dei beni semidurevoli (che rispecchia soprattutto la dinamica dei prezzi di vestiario e calzature).

In settembre l'inflazione nel settore dei servizi è rimasta invariata a 1,8 per cento. La decelerazione dei prezzi dei servizi connessi alle vacanze (ristoranti, servizi alberghieri e trasporti aerei) è continuata nel corso del mese, molto probabilmente a causa della debole domanda di consumi e del contenimento delle pressioni sui costi.

Figura 20 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

I governi nazionali possono avere un impatto diretto sulla dinamica dei prezzi al consumo mediante i prezzi amministrati e le imposte indirette. Calcolare la portata di tale impatto è utile per valutare in che misura le amministrazioni pubbliche influenzano l'andamento dell'inflazione. L'Eurostat ha recentemente pubblicato un nuovo IAPC ad aliquote fiscali costanti. Il riquadro 5 in basso fornisce una breve presentazione delle caratteristiche e dell'interpretazione di questo nuovo indice.

#### Riquadro 5

### NUOVE SERIE STATISTICHE CHE MISURANO L'IMPATTO DELLE IMPOSTE INDIRETTE SULL'INFLAZIONE AL CONSUMO

I due canali principali attraverso cui i governi nazionali possono avere un impatto diretto sulla dinamica dei prezzi al consumo sono quelli dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Per valutare in che misura le amministrazioni pubbliche influenzano l'andamento dell'inflazione è quindi utile calcolare in modo appropriato la portata di tali effetti.

Nel caso dei prezzi amministrati, la BCE pubblica dall'aprile 2007 un indice sperimentale, un sub-indice dello IAPC, che comprende solo i prodotti i cui prezzi sono influenzati dal settore pubblico<sup>1)</sup>.

Per quanto concerne le imposte indirette, l'Eurostat ha recentemente pubblicato a titolo sperimentale un nuovo IAPC ad aliquote fiscali costanti (HICP-CT)<sup>2)</sup>. Per motivi di semplicità il nuovo indice, elaborato dall'Eurostat di concerto con la BCE, elimina l'impatto "meccanico" delle variazioni delle imposte sull'inflazione al consumo nell'ipotesi che tali variazioni vengano immediatamente e completamente trasferite ai prezzi al consumo. Lo IAPC ad aliquote fiscali costanti è stato pubblicato per tutti i membri dell'UE, ad eccezione dell'Irlanda, con inizio delle serie statistiche dal dicembre 2002 per gran parte dei paesi. Il presente riquadro fornisce una descrizione sintetica delle caratteristiche e dell'interpretazione di questo nuovo indice.

Le imposte incluse nello IAPC ad aliquote fiscali costanti sono quelle sui prodotti che rientrano nella spesa per consumi finali. Si tratta principalmente di IVA e accise, in particolare su bevande alcoliche, tabacchi e beni energetici (carburanti, combustibili per riscaldamento, ecc.), oltre alle imposte su alcune voci specifiche, quali automobili, assicurazioni e spettacoli<sup>3)</sup>. In linea di principio, tutte le imposte considerate nel nuovo indice dovrebbero rimanere costanti. Tuttavia, per semplicità, le imposte che producono un gettito molto limitato possono essere ignorate ai fini del calcolo, nel senso che non vengono mantenute costanti ma le loro variazioni sono registrate nell'inflazione complessiva<sup>4)</sup>.

Lo IAPC ad aliquote costanti viene calcolato usando pesi, formule degli indici e struttura di aggregazione uguali a quelli usati per l'indice complessivo. La differenza sostanziale sta nel trattamento delle imposte applicate ai diversi prodotti. Nel nuovo indice le aliquote fiscali rimangono costanti al livello del dicembre dell'anno precedente. Le aliquote correnti di un dato mese vengono rimosse dai prezzi al consumo e sostituite con le aliquote del dicembre precedente. Se

1) I prezzi amministrati comprendono tutti i beni e i servizi i cui prezzi sono interamente fissati o prevalentemente influenzati dal settore pubblico. Cfr anche il riquadro *Misurazione e valutazione dell'impatto dei prezzi amministrati sull'inflazione misurata sullo IAPC* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.

2) Cfr. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp\\_constant\\_tax\\_rates](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/methodology/hicp_constant_tax_rates).

3) Per il momento i sussidi direttamente connessi ai consumi finali non sono inclusi nello IAPC ad aliquote costanti.

4) Per il calcolo dello IAPC ad aliquote costanti non è necessario contare le singole imposte che costituiscono meno del 2 per cento del gettito fiscale totale, purché la somma di tutte le imposte mantenute costanti nell'indice raggiunga almeno il 90 per cento del gettito fiscale complessivo.

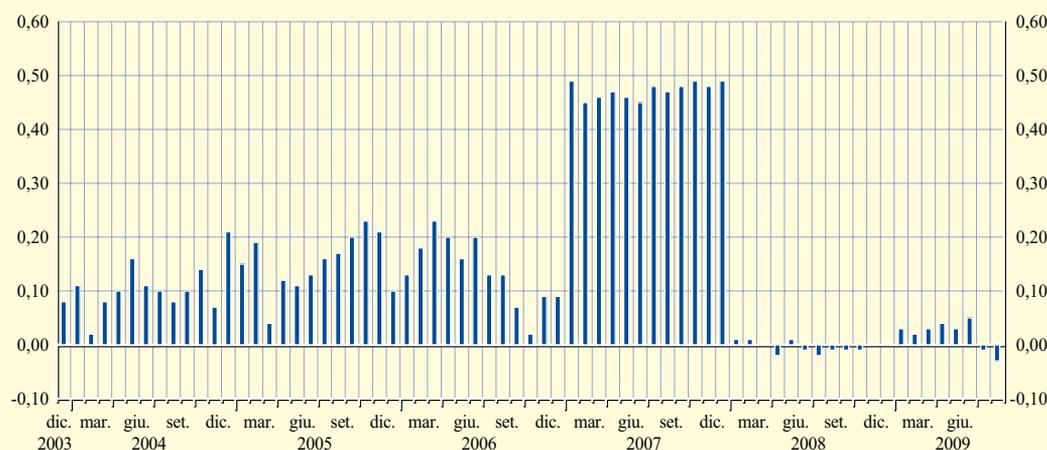
tutte le aliquote di un dato anno sono rimaste invariate dal dicembre dell'anno precedente, lo IAPC e lo IAPC ad aliquote costanti avranno tassi di variazione mensile identici. Le differenze fra la dinamica dello IAPC e quella del nuovo indice segnano il limite superiore dell'impatto ottenuto dalle modifiche alla tassazione. Inoltre, tale impatto è concentrato nel momento in cui la variazione dell'aliquota fiscale diviene effettiva. Ciò è dovuto al fatto che la metodologia descritta in precedenza implica automaticamente il presupposto che le modifiche alla tassazione vengano trasferite totalmente e immediatamente ai prezzi al consumo. Il passaggio in realtà avviene più lentamente, ma per ragioni statistiche non esistono alternative pratiche all'ipotesi di una traslazione completa e immediata, in quanto l'indice deve essere compilato mensilmente e tempestivamente.

Dal dicembre 2003 all'agosto 2009 le modifiche delle aliquote delle imposte indirette hanno contribuito in media per 0,15 punti percentuali all'inflazione complessiva nell'area dell'euro. Gli effetti meccanici di tali modifiche sull'inflazione variano sensibilmente nel tempo. In effetti, la differenza più pronunciata (0,5 punti percentuali) si è osservata nel 2007, principalmente a causa dell'incremento dell'aliquota standard dell'IVA in Germania, dal 16 al 19 per cento nel gennaio 2007. Fra il dicembre 2002 e il dicembre 2007 le modifiche alla tassazione hanno contribuito in media per 0,21 punti percentuali all'inflazione complessiva. Dopo il dicembre 2007 non si sono registrate differenze significative fra l'inflazione misurata sullo IAPC e quella misurata sullo IAPC ad aliquote costanti, non essendo state introdotte importanti modifiche alla tassazione nell'area dell'euro.

Il caso dell'incremento dell'IVA in Germania nel 2007 mostra la differenza fra l'impatto meccanico delle variazioni delle imposte indirette e l'impatto ottenuto, come si evince dalla differenza fra il tasso di crescita dello IAPC e quello del nuovo indice, pari a circa 0,5 punti percentuali nell'area dell'euro (cfr. figura). In pratica, poiché l'aumento dell'IVA in Germania è stato annunciato con ampio anticipo, parte dell'incremento era già stato anticipato negli ultimi mesi del 2006. L'introduzione dell'aumento nel gennaio 2007 ha determinato effettivamente un brusco rialzo dei prezzi al consumo, sebbene il trasferimento completo sia avvenuto in ritardo solo verso la fine dell'anno. Secondo le stime della Deutsche Bundesbank, meno del 30% dell'impatto com-

#### Impatto delle modifiche all'imposizione indiretta sull'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

plussivo è stato anticipato al 2006, circa un terzo è avvenuto all'inizio del 2007 e il rimanente è imputabile agli adeguamenti nella parte restante del 2007 <sup>5)</sup>.

Questo caso mostra che al momento di introdurre le modifiche delle aliquote d'imposta, il nuovo indice può indurre a sovrastimare l'impatto ottenuto, poiché si presume che la trasmissione sia completa e istantanea. Se alla fine l'incremento delle aliquote viene traslato per intero, ciò indica semplicemente che la cadenza e il ritmo dell'impatto ottenuto potrebbero differire da quelli meccanici impliciti nello IAPC ad aliquote costanti. Tuttavia, l'impatto ottenuto potrebbe anche essere complessivamente inferiore a quello calcolato meccanicamente, a seconda delle strategie di fissazione dei prezzi adottate dalle imprese. Nondimeno, la disponibilità del nuovo indice per l'area dell'euro e dei dati per gli equivalenti nazionali consentiranno di stabilire con esattezza quando vengono attuate le variazioni fiscali e i loro possibili effetti a lungo termine sull'inflazione. <sup>6)</sup>

Insieme all'indice dei prezzi amministrati, lo IAPC ad aliquote costanti consentirà di valutare meglio e in modo più trasparente l'effetto degli interventi pubblici sull'inflazione. Nel complesso, l'impatto delle imposte indirette e dei prezzi amministrati sull'inflazione nell'area dell'euro non è trascurabile. Pertanto, l'evoluzione di tali interventi deve essere presa in considerazione quando si valutano le spinte inflazionistiche nel loro insieme. In particolare, le imposte indirette limitano la misura in cui i salari e i profitti possono contribuire all'inflazione senza minare la stabilità dei prezzi. Il nuovo indice giunge in un momento in cui diversi paesi dell'area stanno discutendo le modifiche alla tassazione indiretta e quindi potrebbe consentire una migliore valutazione e anticipazione dei possibili effetti di tali interventi sulla dinamica dell'inflazione.

5) Cfr. l'articolo *Price and volume effects of VAT increase on 1 January 2007* nel numero di aprile 2008 del Bollettino mensile della Deutsche Bundesbank.

6) L'Eurostat pubblicherà inizialmente solo lo IAPC ad aliquote costanti per l'indice complessivo senza scomposizioni per le componenti e con un ritardo di un mese rispetto all'indice complessivo (ossia circa 45 giorni dopo il mese di riferimento, invece di 15). L'obiettivo finale tuttavia è di produrre indici con una completa scomposizione delle componenti e alla stessa scadenza dello IAPC.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

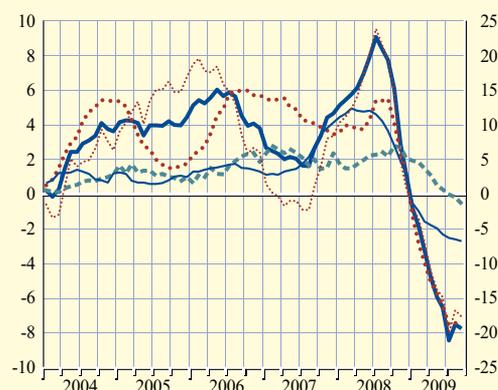
Le spinte inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono rimaste molto contenute. In settembre il tasso di crescita annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è sceso a -7,7 per cento, da -7,5 in agosto, principalmente a causa della componente energetica. Nonostante un effetto base al rialzo, la dinamica di questa componente è diminuita in settembre a -17,6 per cento, da -16,7 in agosto, a seguito di un calo sul mese precedente dei corsi energetici al livello della produzione. Nello stesso periodo la variazione sui dodici mesi della componente al netto dei beni energetici (e delle costruzioni), è calata lievemente da -4,2 a -4,3 per cento, riflettendo andamenti contrastanti nelle varie voci di questo sub indice. La dinamica tendenziale dei prezzi dei beni intermedi è aumentata da -7,4 in agosto a -7,3 in settembre. Per contro, agli stadi successivi della catena produttiva la dinamica dei prezzi dei beni di investimento e di quelli di consumo è calata ulteriormente, rispettivamente a -0,5 e -2,7 per cento (cfr. figura 21).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano che le pressioni al ribasso stanno rallentando (cfr. figura 22). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), quello dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è aumentato in ottobre al di sopra di 50, segnalando il primo rialzo dei prezzi in 12 mesi, probabilmente per effetto dei rincari delle materie prime. Anche l'indice per il settore dei servizi è aumentato, pur

**Figura 21** Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- industria escluse le costruzioni (scala di sinistra)
- beni intermedi (scala di sinistra)
- - - - - beni di investimento (scala di sinistra)
- beni di consumo (scala di sinistra)
- beni energetici (scala di destra)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 22** Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

- settore manifatturiero; prezzi degli input
- settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
- - - - - settore dei servizi; prezzi degli input
- settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



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.

rimanendo lievemente al di sotto di 50, a indicare che i costi per i fornitori sono rimasti sostanzialmente stabili. Gli indici dei prezzi applicati nei settori manifatturiero e dei servizi sono anch'essi aumentati, pur rimanendo al di sotto di 50. Questi andamenti suggeriscono che, nonostante i ribassi offerti dalle imprese per stimolare la vendita di beni e servizi a fronte della debole domanda sottostante, le spinte per un ulteriore rallentamento dei prezzi si stanno attenuando.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Dalla pubblicazione del precedente numero di questo Bollettino si sono rese disponibili poche nuove informazioni sull'andamento del costo del lavoro, la cui crescita, che aveva toccato il valore massimo alla fine del 2008, ha continuato complessivamente ad attenuarsi nel secondo trimestre del 2009 per effetto sia del rallentamento delle retribuzioni orarie 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).

**Tavola 5** Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

|  | 2007 | 2008 | 2008<br>2° trim. | 2008<br>3° trim. | 2008<br>4° trim. | 2009<br>1° trim. | 2009<br>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.

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 marcata flessione abbia rispecchiato il minore potere di contrattazione dei lavoratori in seguito al brusco rallentamento delle attività, al forte 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. Le informazioni disponibili segnalano che la dinamica tendenziale delle retribuzioni contrattuali potrebbe aver rallentato ulteriormente nel terzo trimestre del 2009.

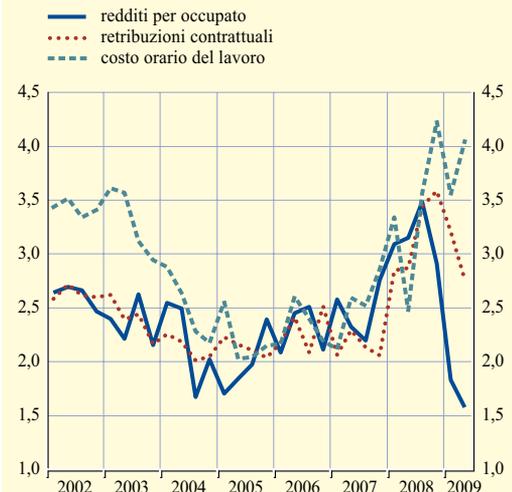
Fra il primo e il secondo trimestre del 2009 il tasso di variazione dei redditi per occupato è sceso ancora, dall'1,8 all'1,6 per cento. L'ulteriore attenuazione della dinamica dell'indicatore ha rispecchiato il rallentamento dei salari, il calo delle ore di lavoro e la diminuzione degli elementi flessibili di remunerazione.

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 (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

**Figura 23 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



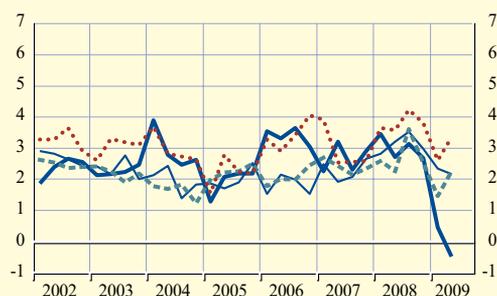
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 24 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

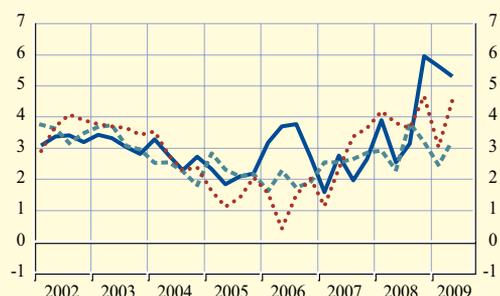
**Redditi per occupato**

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



**Indice del costo orario del lavoro**

- industria escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

paesi dell'area, in quanto tale riduzione spesso determina un decremento meno che proporzionale della remunerazione del lavoro<sup>1)</sup>. Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di tali misure, nel secondo trimestre del 2009 l'incremento sui 12 mesi del costo orario del lavoro è stato massimo in questo settore. Inoltre, il fatto che Pasqua 2009 sia caduta nel secondo trimestre dell'anno (mentre nel 2008 era stata nel primo) ha comportato 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.

Nonostante la forte accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto nei primi due trimestri dell'anno, nello stesso periodo il deflatore del PIL dell'area dell'euro (un indicatore sintetico delle spinte sui prezzi interni) è calato, principalmente a causa della brusca contrazione dei profitti. In tale contesto, il riquadro 6 analizza l'andamento dei margini di profitto.

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.

## Riquadro 6

### GLI ANDAMENTI DELLA QUOTA DEI PROFITTI SULLA PRODUZIONE

Una determinante significativa delle variazioni dell'inflazione è la differenza tra i prezzi applicati dalle imprese e i costi da esse sostenuti, il cosiddetto "margine di profitto". Una *proxy* sommaria a livello aggregato di tale margine è la quota dei profitti sulla produzione, calcolata come la differenza tra il deflatore del PIL al costo dei fattori e il costo del lavoro per unità di prodotto. Il presente riquadro esamina gli andamenti di tale quota.

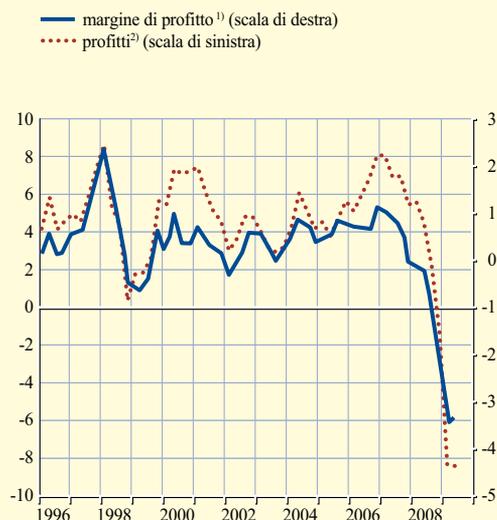
La figura A mostra che l'evoluzione della quota dei profitti sulla produzione è sostanzialmente in linea con i profitti misurati in termini di risultato lordo di gestione, un indicatore molto usato rilevabile dai dati di contabilità nazionale<sup>1)</sup>. La contrazione di tale quota, cominciata nel primo trimestre del 2008, si è intensificata progressivamente fino al primo trimestre del 2009, per poi stabilizzarsi nel secondo. La sua crescita annua nell'area dell'euro è stata di circa -3½ per cento nella prima metà del 2009, il minimo dall'inizio delle serie di dati basate sul SEC 95 nel 1996. Tale brusca contrazione ha avuto luogo nonostante il fatto che i prezzi delle materie prime (compresa l'energia), che sono importanti costi degli input diversi dal lavoro, siano diminuiti notevolmente dai massimi di metà 2008.

Le variazioni della quota dei profitti sulla produzione influenzano la dinamica dei prezzi. Di fatto, la moderazione del deflatore del PIL dell'area dell'euro – un indicatore sintetico della dinamica del costo del lavoro e dei profitti per unità di prodotto –, osservata dagli inizi del 2009,

1) Per un quadro generale e una trattazione dei motivi per cui la misurazione dei profitti nell'area dell'euro richiede molta cautela, cfr. l'articolo *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* del numero di gennaio 2004 di questo Bollettino.

**Figura A Profitti e margine di profitto**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

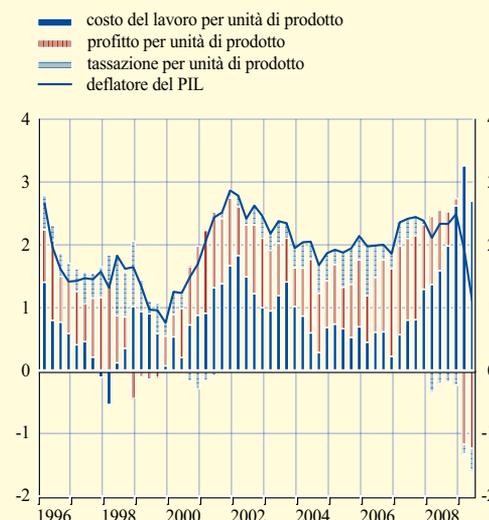


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Deflatore del PIL al costo dei fattori al netto del costo del lavoro per unità di prodotto.  
2) Margine operativo lordo.

**Figura B Scomposizione del deflatore del PIL**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonte: Eurostat.

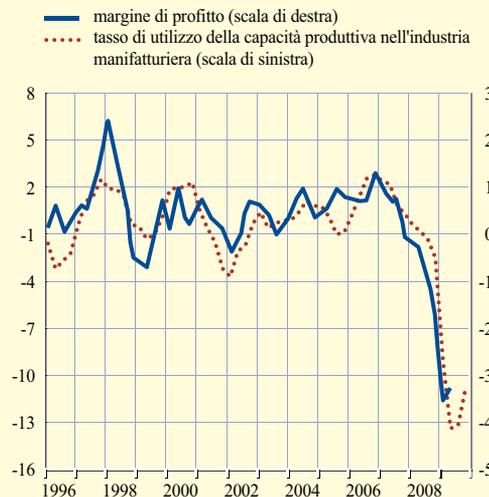
è caratterizzata prevalentemente da una contrazione dei profitti dovuti a un allentamento delle condizioni della domanda<sup>2)</sup>. La diminuzione della quota dei profitti sulla produzione ha controbilanciato gli effetti dei più elevati costi del lavoro sul deflatore del PIL (cfr. figura B). La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentata sensibilmente negli ultimi trimestri, rispecchiando le politiche di accantonamento del fattore lavoro adottate da diverse aziende in un periodo di grave recessione economica.

Gli andamenti dei margini di profitto dipendono, fra l'altro, da fattori competitivi e dalla relativa rapidità di aggiustamento dei prezzi di vendita ai costi del lavoro e degli input diversi da quest'ultimo. Si ritiene che la rapidità di aggiustamento dei prezzi sia connessa alle condizioni della domanda, in particolare alla decelerazione economica, che può essere rappresentata da misure dell'*output gap*. Tuttavia, dato che quest'ultima non è una variabile osservabile e che la sua stima è caratterizzata da un elevato livello di incertezza, come *proxy*

2) Cfr. anche il riquadro *Recente evoluzione dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

**Figura C Margine di profitto e utilizzo della capacità produttiva**

(variazioni sul periodo corrispondente in punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

della decelerazione economica è spesso impiegato il tasso di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero. L'esperienza passata mostra, infatti, che un aumento di tale tasso è associato a un incremento della quota dei profitti sulla produzione e viceversa (cfr. figura C)<sup>3)</sup>. I dati disponibili sul tasso di utilizzo della capacità produttiva per la seconda metà del 2009 indicano una lieve riduzione della decelerazione economica. Ciò è probabilmente in linea con il raggiungimento di un punto di svolta del calo della quota dei profitti sulla produzione nella prima metà di quest'anno.

In prospettiva, è probabile che il mercato del lavoro continui a deteriorarsi nei prossimi trimestri, sebbene la domanda abbia già cominciato ad aumentare. Tali andamenti dovrebbero sospingere la produttività che, a sua volta, alimenterebbe la quota dei profitti sulla produzione. Quest'ultima dovrebbe inoltre beneficiare delle misure di ristrutturazione adottate durante la recente recessione.

3) La teoria economica non è in grado di determinare senza ambiguità le modalità secondo cui la quota dei profitti sulla produzione e i margini di profitto variano in base alle condizioni della domanda. Per una trattazione al riguardo, cfr. C. Macallan e M. Parker, "How do mark-ups vary with demand", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, secondo trimestre del 2008.

### 3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve termine le prospettive per l'inflazione continueranno a essere caratterizzate prevalentemente da effetti base al rialzo connessi all'andamento flettente dei prezzi dei beni energetici nella seconda metà del 2008. Anche a causa di tali effetti, l'inflazione dovrebbe tornare positiva nei prossimi mesi. Su orizzonti più lunghi ci si attende che essa si mantenga in territorio positivo, mentre i prezzi e i costi dovrebbero mantenere un andamento contenuto, in un contesto caratterizzato da domanda debole all'interno e all'esterno dell'area dell'euro.

I risultati dell'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE (cfr. riquadro 7) mostrano che le aspettative di inflazione a breve termine sono state riviste lievemente al ribasso per il 2009 e al rialzo per il 2010, e si collocano entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE. Quelle a lungo termine sono state riviste lievemente al ribasso (dall'1,98 all'1,92 per cento) rispetto alla precedente indagine.

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 essere superiori alle aspettative correnti, data la necessità di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

#### Riquadro 7

#### RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DELLA BCE PER IL QUARTO TRIMESTRE DEL 2009

Questo riquadro presenta i risultati della *Survey of Professional Forecasters* per il quarto trimestre del 2009, condotta dalla BCE fra il 15 e il 19 ottobre 2009 sulla base delle risposte di 56 previsori. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazio-

**Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer***

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| IAPC complessivo                                   | Orizzonte di previsione |                |          |                |      |                                   |
|--|-------------------------|----------------|----------|----------------|------|-----------------------------------|
|  | 2009                    | settembre 2010 | 2010     | settembre 2011 | 2011 | a più lungo termine <sup>3)</sup> |
| SPF, 4° trim. 2009                                 | 0,3                     | 1,3            | 1,2      | 1,7            | 1,6  | 1,9                               |
| Precedente SPF, 3° trim. 2009                      | 0,4                     | -              | 1,1      | -              | 1,6  | 2,0                               |
| Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE | 0,2-0,6                 | -              | 0,8-1,6  | -              | -    | -                                 |
| <i>Consensus</i> (ottobre 2009)                    | 0,3                     | -              | 1,2      | -              | 1,5  | 2,0                               |
| <i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2009)          | 0,3                     | -              | 1,1      | -              | 1,5  | 2,2                               |
| Crescita del PIL in termini reali                  | 2009                    | 2° trim. 2010  | 2010     | 2° trim. 2011  | 2011 | a più lungo termine <sup>3)</sup> |
| SPF, 4° trim. 2009                                 | -3,9                    | -1,2           | 1,0      | 1,6            | 1,6  | 1,9                               |
| Precedente SPF, 3° trim. 2009                      | -4,5                    | -              | 0,3      | -              | 1,5  | 1,9                               |
| Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE | -4,4 - -3,8             | -              | -0,5-0,9 | -              | -    | -                                 |
| <i>Consensus</i> (ottobre 2009)                    | -3,9                    | -              | 1,1      | -              | 1,5  | 1,9                               |
| <i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2009)          | -3,9                    | -              | 1,2      | -              | 1,6  | 2,2                               |
| Tasso di disoccupazione <sup>1)</sup>              | 2009                    | agosto 2010    | 2010     | agosto 2011    | 2011 | a più lungo termine <sup>3)</sup> |
| SPF, 4° trim. 2009                                 | 9,5                     | 10,7           | 10,6     | 10,4           | 10,4 | 8,5                               |
| Precedente SPF, 3° trim. 2009                      | 9,7                     | -              | 10,9     | -              | 10,6 | 8,5                               |
| <i>Consensus</i> (ottobre 2009)                    | 9,5                     | -              | 10,7     | -              | -    | -                                 |
| <i>Euro Zone Barometer</i> (ottobre 2009)          | 9,5                     | -              | 10,7     | -              | 10,4 | 9,1                               |

1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2014 nella presente SPF e in *Consensus Economics*, al 2013 nell'*Euro Zone Barometer*.

zione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea<sup>1)</sup>.

### Aspettative di inflazione per il 2009, il 2010 e il 2011

Rispetto all'indagine precedente (condotta in luglio), gli intervistati hanno rivisto al ribasso le aspettative di inflazione di 0,1 punti percentuali allo 0,3 per cento per il 2009 e al rialzo di 0,1 punti percentuali all'1,2 per cento per il 2010 (cfr. la tavola precedente<sup>2)</sup>. Le aspettative di inflazione per il 2011 sono rimaste invariate all'1,6 per cento. Nei loro commenti, molti interpellati hanno menzionato di aspettarsi che l'ampio *output gap* e il sottoutilizzo della capacità produttiva esercitino pressioni al ribasso sull'inflazione, che in base alle attese dovrebbe rimanere al di sotto del 2 per cento nel medio termine. La maggior parte degli intervistati ha commentato che i principali rischi al rialzo per l'inflazione sono gli aumenti dei prezzi del petrolio e delle materie prime.

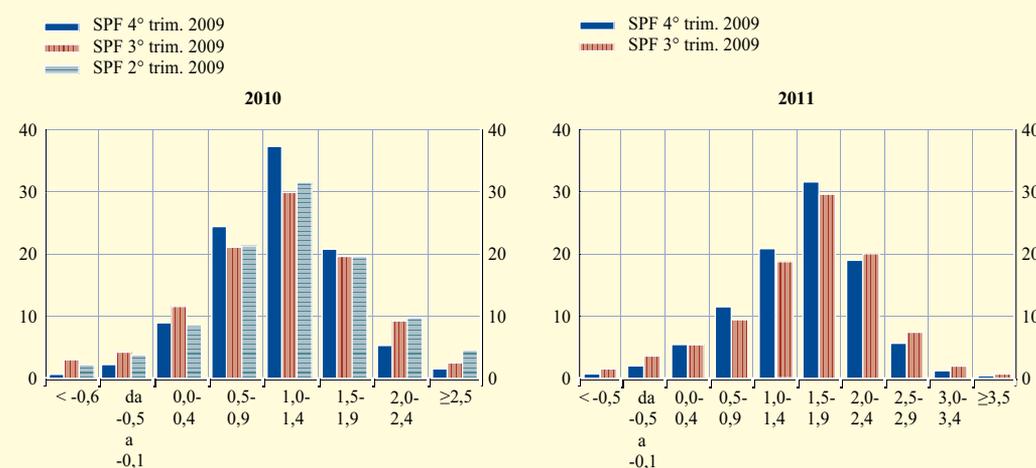
Le aspettative di inflazione che emergono dalla SPF per il 2009 e il 2010 si situano all'interno degli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2009 e sono inoltre sostanzialmente in linea con quelle pubblicate nelle edizioni di ottobre 2009 di *Consensus Economics* ed *Euro Zone Barometer* per gli anni 2009, 2010 e 2011.

1) Data la diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

2) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>.

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2010 e nel 2011 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste <sup>1)</sup>)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

1) Risulta dalla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

Ai partecipanti alla SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri dell'inflazione si collochino all'interno di determinati intervalli. Per il 2009 gli intervistati hanno assegnato una probabilità del 71 per cento all'eventualità che l'inflazione si collochi fra lo 0,0 e lo 0,4 per cento. La distribuzione di probabilità per il 2010 è concentrata più chiaramente nell'intervallo compreso tra lo 0,5 e l'1,9 per cento rispetto alla precedente rilevazione e per il 2011 si è spostata leggermente verso risultati più bassi (cfr. figura A). In base alle singole distribuzioni di probabilità, i rischi per queste previsioni sono valutati dagli intervistati essere orientati verso il basso (sono di più gli intervistati con una stima puntuale superiore alla media della loro distribuzione di probabilità di quelli con una stima puntuale inferiore).

### Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per l'anno 2014) sono state riviste al ribasso, all'1,92 per cento dall'1,98 della precedente indagine. La stima puntuale media è inferiore alle proiezioni di inflazione a lungo termine fornite da *Consensus Economics* (al 2,0 per cento) e da *Euro Zone Barometer* (al 2,2 per cento) nell'ottobre 2009.

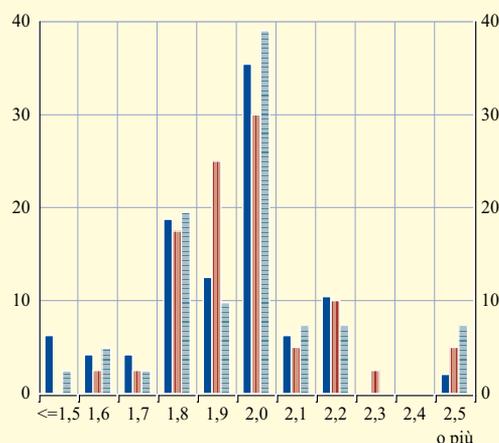
La revisione al ribasso della stima puntuale media all'1,92 per cento in questa rilevazione è associata a una deviazione standard sostanzialmente stabile delle stime puntuali. Nel contempo, una bimodalità della distribuzione trasversale, che era visibile nei primi anni della SPF, è nuovamente osservabile nell'indagine relativa al quarto trimestre del 2009: vi sono più intervistati che segnalano una stima puntuale di 1,8 e 2,0 per cento rispetto a 1,9 per cento (cfr. figura B). Infine, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi al 2 per cento o su livelli superiori è diminuita al 44 per cento, dal 48 per cento della precedente indagine (cfr. figura C).

Questi risultati possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori dei mercati finanziari, calcolato

**Figura B Distribuzione *cross-section* delle aspettative di inflazione a lungo termine (2014) fra gli intervistati per la Survey of Professional Forecasters (SPF)**

(percentuali di intervistati)

■ SPF 4° trim. 2009  
 ■ SPF 3° trim. 2009  
 ■ SPF 2° trim. 2009

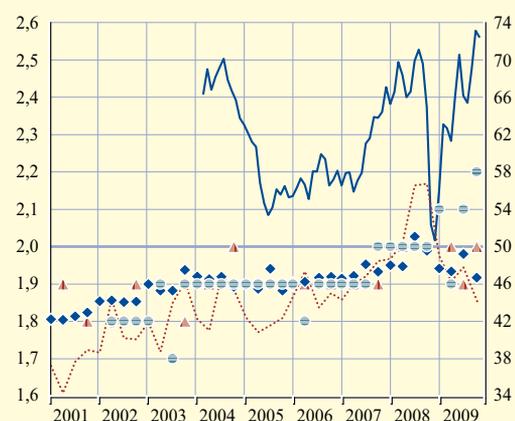


Fonte: BCE.

**Figura C Aspettative di inflazione di lungo periodo desunte dalle indagini congiunturali e dai tassi di inflazione di pareggio**

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi; probabilità in percentuale)

◆ SPF (per il 2014; scala di sinistra)  
 ▲ Consensus Economics (per il 2014; scala di sinistra)  
 ● Euro Zone Barometer (per il 2013; scala di sinistra)  
 — tasso di inflazione di pareggio implicito nei tassi di interesse a termine atteso tra cinque anni per il quinquennio successivo, destagionalizzato (scala di sinistra)  
 ..... probabilità che l'inflazione a lungo termine si collochi su un valore pari o superiore al 2 per cento (scala di destra)



Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, Reuters ed elaborazioni della BCE.

come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione<sup>3)</sup>. Nel complesso, le aspettative derivate dai mercati finanziari (ad es. l'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine a cinque anni per i cinque anni successivi, destagionalizzata) hanno superato leggermente le misure disponibili delle indagini e sono state molto più volatili (cfr. figura C). Tuttavia, un raffronto diretto delle misure finanziarie e delle misure ricavate dalle indagini delle aspettative d'inflazione non è semplice. Il tasso di inflazione di pareggio, ad esempio, comprende la compensazione complessiva dell'inflazione richiesta dagli operatori dei mercati finanziari, rappresentata sia dal livello atteso dell'inflazione che da un premio per compensare i rischi d'inflazione. Sebbene separare queste due componenti non sia semplice, i risultati suggeriscono che i premi per i rischi d'inflazione nell'area dell'euro sono in genere la principale determinante delle fluttuazioni dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine<sup>4)</sup>. In aggiunta, a fronte del contesto di crisi dei mercati finanziari, le aspettative di inflazione ricavate da questi mercati sono state leggermente erratiche e potrebbero essere state distorte a causa degli sforzi degli investitori di ridurre il rischio e la leva finanziaria e della loro netta preferenza per attività più sicure e liquide<sup>5)</sup>.

3) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.

4) Hördahl, P. e O. Tristani (2007), *Inflation risk premia in the term structure of interest rates*, Working paper della BCE, n. 734.

5) Per un'ulteriore trattazione dell'impatto della crisi dei mercati finanziari sulle misure delle attese di inflazione ricavate da tali mercati cfr. il riquadro *I recenti aumenti dei rendimenti reali e le loro implicazioni per l'analisi delle attese di inflazione* nel numero di novembre 2008 di questo Bollettino.

### Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

Gli intervistati hanno modificato le proprie aspettative di crescita per il 2009 operando un significativo innalzamento di 0,6 punti percentuali rispetto all'ultimo rilevamento e si aspettano ora che il PIL in termini reali dell'area dell'euro faccia registrare una contrazione del 3,9 per cento nel 2009. Le aspettative di crescita per il 2010 e il 2011 sono state altresì riviste al rialzo (rispettivamente di 0,7 e 0,1 punti percentuali) e si collocano attualmente all'1,0 e 1,6 per cento rispettivamente. Nei loro commenti gli interpellati hanno in generale fatto riferimento alla ripresa del commercio mondiale (sospinta dai mercati emergenti), nonché al contributo positivo delle scorte e agli effetti delle misure di politica economica adottate dai governi e dalla BCE tra i principali fattori alla base delle prospettive per l'attività nell'area dell'euro. Sono stati menzionati diversi elementi che potrebbero frenare la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro: 1) inasprimento delle condizioni creditizie e basso grado di utilizzo della capacità produttiva con un conseguente impatto avverso sugli investimenti; 2) apprezzamento dell'euro penalizzante per le esportazioni; 3) deterioramento delle prospettive del mercato del lavoro in termini di alta disoccupazione e ulteriore rallentamento della crescita dei salari determinante una riduzione del reddito reale e dei consumi. Alcuni intervistati hanno sottolineato che la crescita potrebbe perdere slancio nella prima metà del 2010 con il progressivo esaurirsi di vari pacchetti di stimolo fiscale.

Le aspettative di crescita contenute nella SPF sono prossime al margine superiore dell'intervallo riportato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE nel settembre 2009, mentre quelle per il 2010 si collocano al di sopra dell'intervallo. Esse sono sostanzialmente in linea su tutti gli orizzonti con le più recenti previsioni di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer*.

In linea con la significativa revisione al rialzo della crescita attesa del PIL in termini reali, la distribuzione di probabilità aggregata per il 2009 si è spostata verso risultati più alti. I partecipanti hanno assegnato una probabilità del 51 per cento al fatto che la crescita del PIL si situi in un intervallo tra il -4,0 e il -3,6 per cento. Anche la distribuzione di probabilità aggregata per il 2010 si è spostata verso risultati più elevati, mentre quella per il 2011 è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura D).

L'incertezza derivata dalla deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata relativa alle previsioni sul PIL in termini reali con orizzonte di uno e due anni è aumentata dall'inizio del 2008, raggiungendo il livello più alto nel secondo trimestre del 2009 e diminuendo poi leggermente nel quarto trimestre dell'anno, ma è rimasta su un livello elevato. Secondo i partecipanti all'indagine, i rischi sembrano essere orientati al rialzo per il 2009 e al ribasso per il 2010 e il 2011.

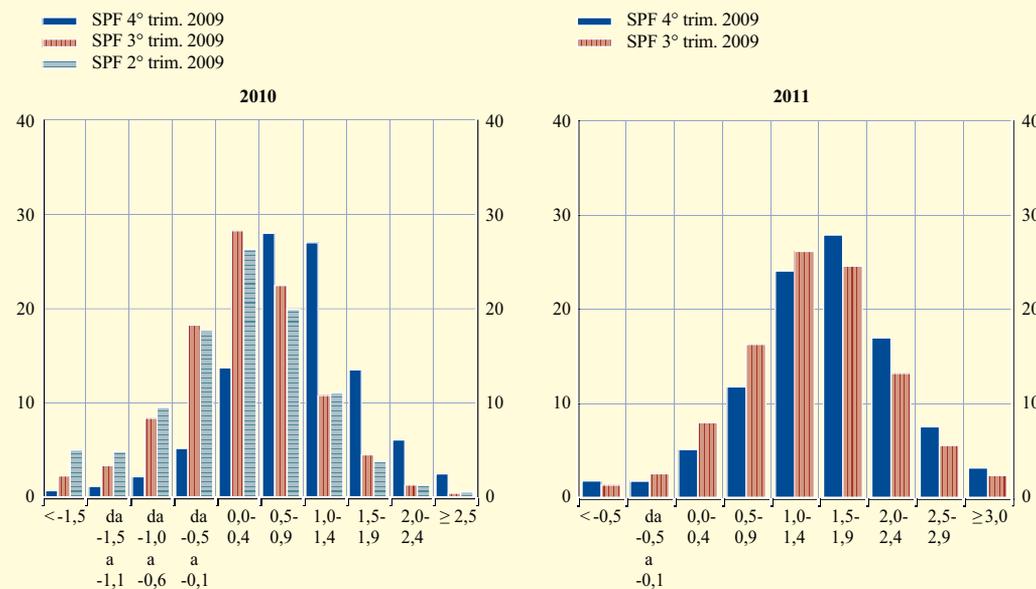
Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2014) sono rimaste invariate all'1,9 per cento. Esse sono in linea con quelle fornite da *Consensus Economics* e leggermente al di sotto di quelle di *Euro Zone Barometer* pubblicate in ottobre. In base alle singole distribuzioni di probabilità, i partecipanti ritengono che tale scenario sia soggetto a rischi orientati verso il basso.

### Aspettative per il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

Le aspettative sul tasso di disoccupazione per il 2009 e 2010 sono state riviste al ribasso di 0,2 e 0,3 punti percentuali e si collocano ora al 9,5 e 10,6 per cento rispettivamente. Per il 2011 gli intervistati si aspettano in media che il tasso di disoccupazione si collochi al 10,4 per cento (revisione al ribasso di 0,2 punti per-

**Figura D Distribuzione di probabilità del tasso medio di crescita del PIL in termini reali sui dodici mesi nel 2010 e nel 2011 (Survey of Professional Forecasters, ultime inchieste <sup>1)</sup>)**

(probabilità in percentuale)



Fonte: BCE.

1) Risulta dalla media delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

centuali). I rischi per le aspettative a breve e medio termine sono considerati orientati al rialzo per il 2009, al ribasso per il 2010 e leggermente al rialzo per il 2011. Le aspettative sul tasso di disoccupazione a più lungo termine (per il 2014) sono invariate all'8,5 per cento e i rischi per le prospettive di più lungo periodo sono ritenuti orientati al rialzo.

## 4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

*Gli ultimi indicatori delle indagini e i dati pubblicati segnalano che la crescita del PIL in termini reali potrebbe tornare positiva nella seconda metà di quest'anno. In particolare, l'espansione congiunturale dovrebbe beneficiare di un contributo positivo delle scorte, di un maggior vigore delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, l'incertezza resta elevata poiché diversi fattori di sostegno hanno carattere temporaneo. Esaminando in maggiore dettaglio la volatilità dei nuovi dati, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe far registrare una graduale ripresa nel 2010, in quanto sarà probabilmente influenzata a medio termine dai processi di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area. I rischi per queste prospettive rimangono sostanzialmente equilibrati.*

### 4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Il ritmo di contrazione dell'attività nell'area dell'euro ha mostrato una notevole diminuzione nel secondo trimestre del 2009. In base alla seconda stima dell'Eurostat, il PIL in termini reali dell'area è sceso del -0,2 per cento (sul trimestre precedente) nel periodo compreso tra aprile e giugno 2009, dopo un calo del 2,5 per cento nel primo trimestre.

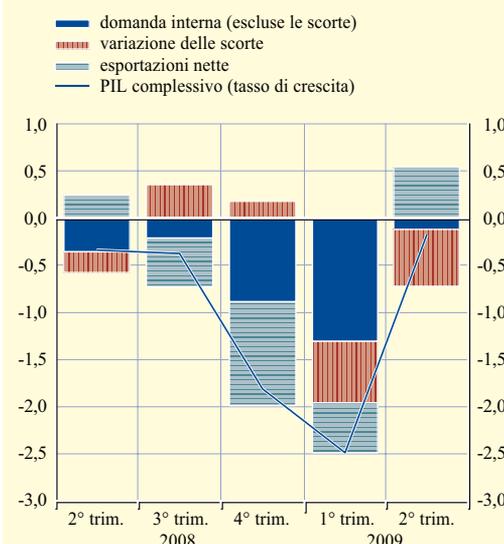
La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la diminuzione della crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre è riconducibile all'ampio contributo negativo fornito dalle scorte e a quello lievemente negativo della domanda interna, che sono stati in larga misura compensati da un contributo positivo dell'interscambio commerciale netto (cfr. figura 25). 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 quattro trimestri precedenti.

Nel secondo trimestre la crescita dei consumi privati è tornata 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.

I nuovi risultati delle indagini e i dati pubblicati dell'ultimo mese segnalano un quadro leggermente più contrastante per la spesa delle famiglie nella seconda metà del 2009. Le indagini riguardanti i consumi suggeriscono un graduale miglioramento. Ad esempio, secondo l'indicatore della Commissione europea la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro ha continuato ad aumentare in ottobre per il settimo mese consecutivo. Dall'altro lato, le vendite al dettaglio (incluse quelle di carburanti) si sono ridotte dello 0,7 per cento (sul trimestre precedente) nel terzo trimestre, dal -0,4 per cento del secondo trimestre.

**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.

Gli incentivi governativi tesi a incoraggiare i consumatori a rottamare le vecchie autovetture e a comprarne di nuove hanno continuato a sostenere la domanda nel terzo trimestre, ma tale sostegno è stato nettamente inferiore rispetto al forte impatto esercitato da tali incentivi nella prima parte dell'anno. In settembre i dati mensili destagionalizzati sulle immatricolazioni di nuove autovetture hanno mostrato una lieve flessione rispetto alle immatricolazioni di agosto. Su base trimestrale, le immatricolazioni di autovetture sono aumentate dell'1,4 per cento nel terzo trimestre dopo l'incremento del 12,2 per cento del secondo trimestre.

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

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, gli investimenti si sono ridotti dell'1,5 per cento sul periodo precedente, evidenziando tuttavia un calo molto meno pronunciato rispetto a 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. Per quanto riguarda gli indicatori degli investimenti pubblicati di recente, i nuovi ordini industriali sono aumentati leggermente in agosto, mentre la produzione nel settore delle costruzioni è calata marginalmente nello stesso mese.

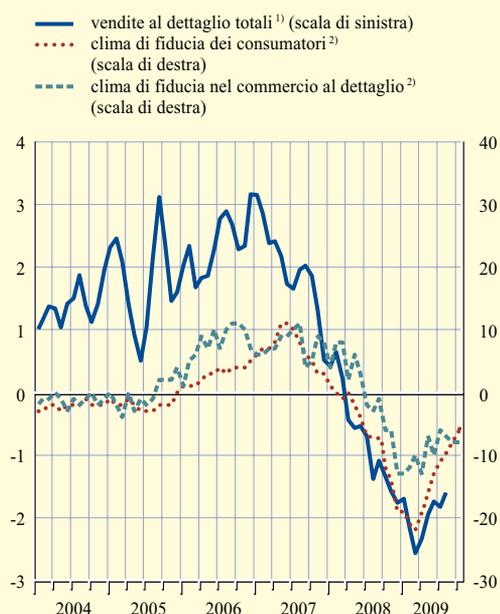
La crescita degli investimenti dovrebbe migliorare gradualmente ma rimanere negativa nella seconda metà del 2009. La debole domanda finale e un basso grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbero frenare le decisioni d'investimento. Nel contempo, la flessione degli utili eserciterà probabilmente anch'essa pressioni al ribasso sugli investimenti. Tuttavia, l'attesa diminuzione della crescita degli investimenti potrebbe essere in parte controbilanciata dal recente calo del costo dei finanziamenti e da alcuni segnali di un miglioramento del contesto delle esportazioni.

#### 4.2 ANDAMENTI 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.

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

(dati mensili)



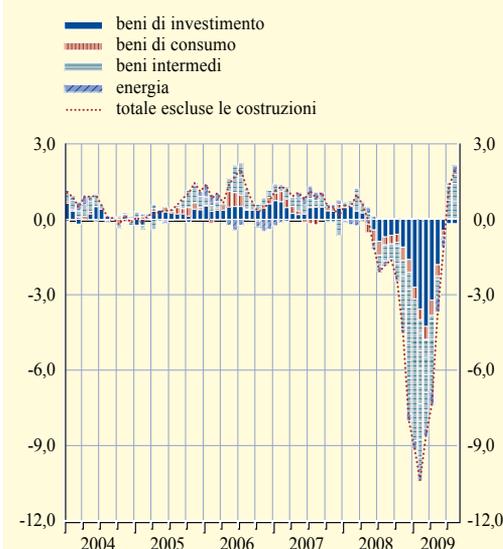
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

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.

**Figura 27 Crescita della produzione industriale e contributi**

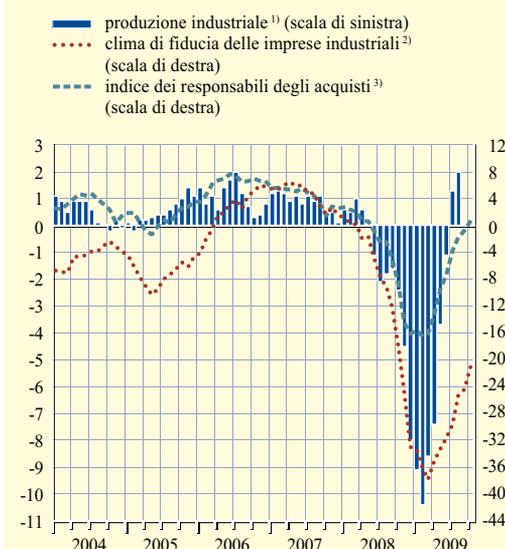
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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.  
Note: 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.

I dati sulla produzione industriale disponibili per il terzo trimestre del 2009 confermano un ritorno all'espansione dell'attività industriale in tale periodo. L'attività industriale è aumentata dell'1,6 per cento in luglio e agosto rispetto al secondo trimestre. Tuttavia, la produzione resta ancora su livelli molto bassi. È importante rilevare che durante periodi di turbolenza gli indicatori a breve termine relativi al settore industriale potrebbero essere soggetti ad ampie revisioni e i risultati dovrebbero pertanto essere interpretati con cautela maggiore del solito.

Anche i risultati delle indagini presso le imprese pubblicati in ottobre 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 ottobre, raggiungendo un livello leggermente superiore a 50 (il livello di riferimento che separa le fasi espansive da quelle recessive). Il PMI ha indicato anche che il ritmo del decumulo delle scorte si sta attenuando. Tale andamento, a parità di tutte le altre condizioni, implica che le scorte dovrebbero continuare a contribuire positivamente alla crescita del PIL nella seconda metà dell'anno. Altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, confermano il miglioramento del clima di fiducia segnalato 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 nell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2009 pari allo 0,5 per cento sul trimestre precedente, a fronte del

## Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

|  | Variazioni annuali |      | Variazioni trimestrali |                  |                  |                  |                  |
|--|--------------------|------|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|  | 2007               | 2008 | 2008<br>2° trim.       | 2008<br>3° trim. | 2008<br>4° trim. | 2009<br>1° trim. | 2009<br>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 <sup>1)</sup> | 1,2                | 1,1  | 0,6                    | 0,1              | 0,6              | 0,1              | 0,5              |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

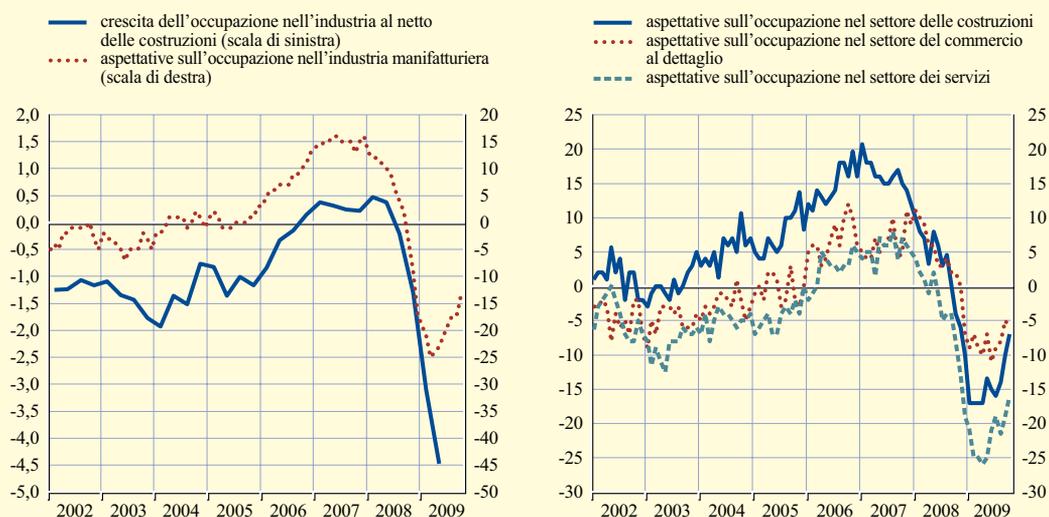
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

calo dello 0,7 per cento del primo trimestre (cfr. tavola 6). Tale andamento suggerisce che il ritmo della contrazione dell'occupazione potrebbe aver cominciato ad attenuarsi. Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 9,7 per cento in settembre (cfr. figura 31), un decimo di punto percentuale in più rispetto al mese precedente.

I risultati delle indagini più recenti presso le imprese indicano che l'occupazione dovrebbe continuare a contrarsi nel terzo trimestre, seppur a un ritmo più moderato (cfr. figura 29). In ottobre le aspettative occupazionali rilevate dall'indagine PMI sono migliorate leggermente sia per il settore dell'industria sia per quello dei servizi. Tuttavia, i livelli oscillano ancora nettamente al di sotto della soglia pari a 50, a indicazione che l'occupazione si sta ancora contraendo in entrambi i settori.

## Figura 29 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

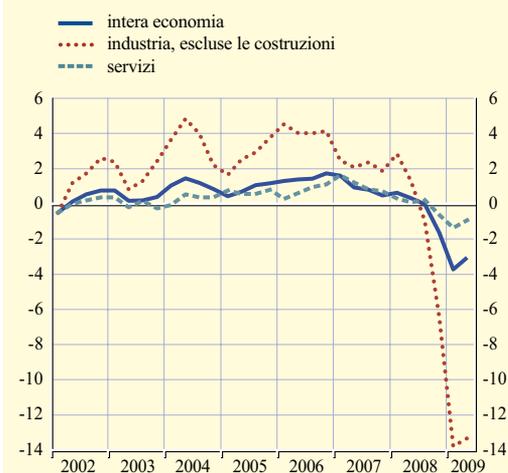


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

**Figura 30 Produttività del lavoro**

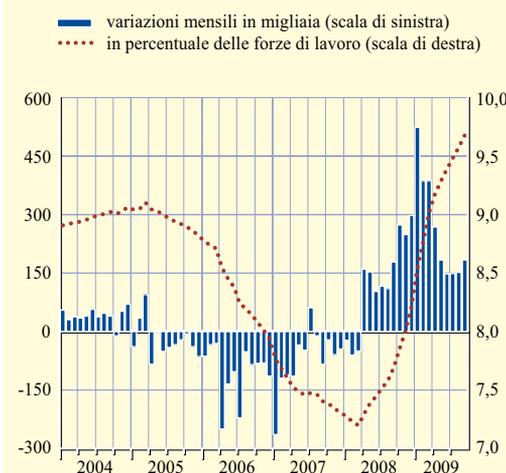
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 31 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Allo stesso modo anche le indagini sulle aspettative occupazionali condotte dalla Commissione europea sono aumentate leggermente in ottobre, ma i livelli prevalenti restano storicamente bassi.

Nonostante gli ultimi trimestri di contrazione, va sottolineato che l'occupazione nell'area dell'euro ha dato prova di relativa buona tenuta durante il periodo di turbolenza, se si considera il notevole calo dell'attività economica. In tale contesto, la produttività del lavoro (in termini di prodotto per occupato) ha continuato a diminuire nel secondo trimestre, scendendo del 3,1 per cento sul periodo corrispondente (cfr. figura 30). In prospettiva, essa dovrebbe mostrare un graduale recupero nell'ultima parte dell'anno per l'effetto congiunto di un ulteriore deterioramento dell'occupazione e di un progressivo rafforzamento dell'attività economica.

### 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 ultimi indicatori desunti dalle indagini congiunturali e i dati pubblicati segnalano che la crescita del PIL in termini reali potrebbe tornare in territorio positivo entro la seconda metà di quest'anno. In particolare, l'espansione congiunturale dovrebbe beneficiare di un contributo positivo delle scorte, di un miglioramento delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, l'incertezza resta elevata poiché diversi fattori di sostegno hanno carattere temporaneo. Esaminando in maggiore dettaglio i nuovi dati, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe far registrare una graduale ripresa nel 2010, alla quale si affiancherà a medio termine il processo di risanamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area.

Nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) relativa al quarto trimestre del 2009 le prospettive di crescita a breve termine dell'area dell'euro risultano riviste al rialzo (cfr. riquadro 7). Gli intervistati hanno modificato le proprie aspettative di crescita per il 2009 operando un significativo innalzamento di 0,6 punti percentuali rispetto all'ultimo rilevamento e si aspettano ora che il PIL in termini reali dell'area dell'euro faccia registrare una contrazione del 3,9 per cento nel 2009. Le aspettative di crescita per il 2010 e il 2011 sono state altresì corrette al rialzo (rispettivamente di 0,7 e 0,1 punti percentuali) e si collocano attualmente all'1,0 e 1,6 per cento rispettivamente.

I rischi sulle prospettive per l'attività economica rimangono sostanzialmente equilibrati. In senso positivo, vi possono essere effetti più pronunciati 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 atteso in precedenza e la domanda estera risulti più sostenuta del previsto. 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 più intensa degli squilibri internazionali.

## 5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

L'euro ha continuato a rafforzarsi in termini effettivi nominali negli ultimi tre mesi, avvicinandosi al suo massimo del 2008. Da fine luglio il rafforzamento della moneta unica ha riflesso soprattutto il suo apprezzamento sul dollaro statunitense, la sterlina britannica e le principali valute asiatiche agganciate a quella statunitense.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dopo essersi in qualche misura stabilizzato ad agosto, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – ha ripreso ad apprezzarsi in settembre e ottobre. Verso la fine di ottobre era vicino al suo massimo del 2008, ma nel periodo successivo si è moderato. Il 4 novembre era superiore del 2,6 per cento rispetto a fine luglio e del 2,7 per cento rispetto alla media del 2008. Negli ultimi tre mesi il rafforzamento della moneta unica è stato trainato principalmente dall'evoluzione dei tassi bilaterali con il dollaro statunitense, la sterlina britannica e le principali divise asiatiche agganciate a quella statunitense (cfr. figura 32).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Mentre in agosto l'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro statunitense, in settembre e gran parte di ottobre è tornato a rafforzarsi. Ciò ha riflesso un deprezzamento piuttosto generalizzato del dollaro nei confronti di una più ampia serie di valute, che sarebbe riconducibile al basso livello dei tassi di interesse statunitensi e alla minore percezione del rischio a livello mondiale (cfr. figura 33). Nei mesi più recenti la volatilità implicita del cambio dollaro/euro è rimasta prossima alla media degli ultimi dieci anni. Il 4 novembre l'euro è stato scambiato a 1,48 dollari, un valore superiore del 4,4 per cento a quello di fine luglio e dello 0,3 per cento alla media del 2008.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro ha oscillato entro un intervallo compreso tra 130 e 138 yen. Tale an-

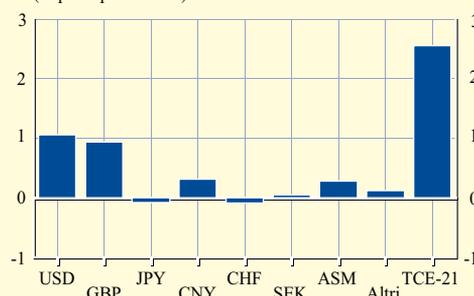
**Figura 32 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



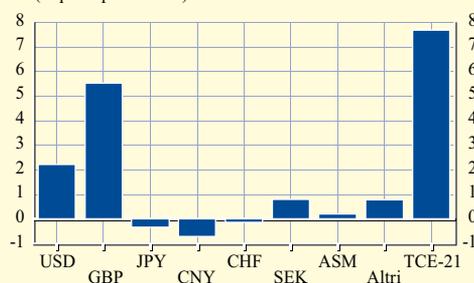
#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 31 luglio 2009 al 4 novembre 2009  
(in punti percentuali)



#### Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale<sup>2)</sup>

Dal 3 gennaio 2005 al 4 novembre 2009  
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

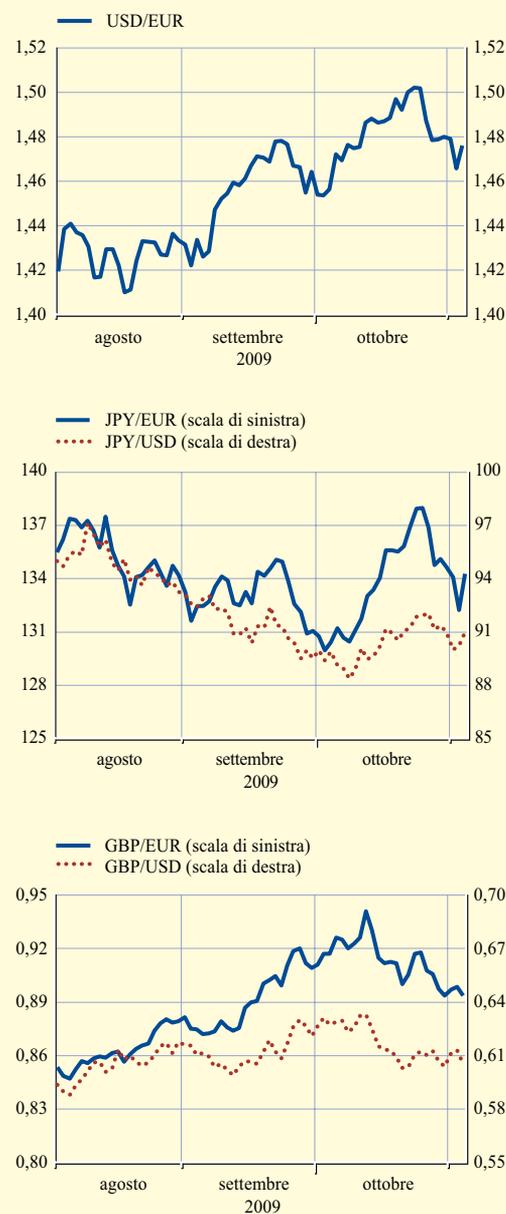
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 21 dei più importanti partner commerciali dell'area (compresi tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro).

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.

damento avrebbe risentito dei mutamenti nella percezione complessiva del rischio nei mercati finanziari e delle considerazioni degli operatori connesse alla politica valutaria giapponese. Nello stesso periodo la volatilità implicita di questa coppia di valute ha continuato a diminuire, pur mantenendosi superiore alla media storica. Il 4 novembre l'euro è stato quotato a 134 yen, un livello inferiore dello 0,8 per cento a quello di fine luglio e dell'11,8 per cento alla media del 2008.

**Figura 33 Tassi di cambio**

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

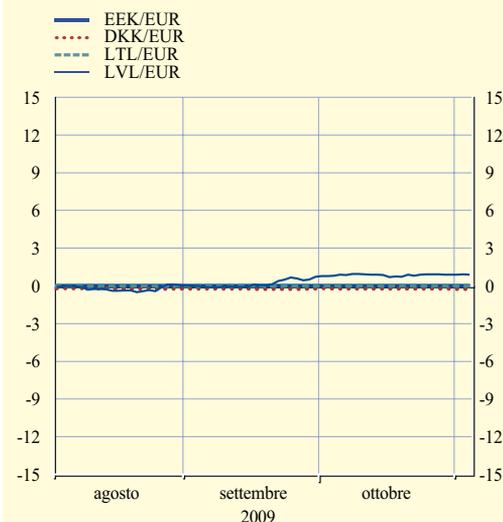
**VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE**

Nei tre mesi fino al 4 novembre 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 e successivamente è rimasto prossimo alla zona di deprezzamento della banda di oscillazione dell'1 per cento fissata unilateralmente.

Per quanto concerne le divise degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, nei tre mesi fino al 4 novembre l'euro si è notevolmente rafforzato sulla sterlina britannica in presenza di un aumento della volatilità implicita del tasso di cambio bilaterale sterlina/euro. Il 4 novembre la moneta unica era scambiata con

**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  $\pm 15$  per cento.

la sterlina a un livello superiore del 4,4 per cento a quello di fine luglio e del 12,1 per cento alla media del 2008. Sull'evoluzione recente di questo tasso di cambio bilaterale avrebbero influito i risultati economici più deboli del previsto e l'incertezza degli operatori circa le prospettive per l'economia nel Regno Unito. Negli ultimi tre mesi l'euro si è apprezzato anche sul fiorino ungherese, lo zloty polacco e la corona ceca (rispettivamente del 4,0, 2,7 e 2,0 per cento), dopo un deprezzamento quasi ininterrotto dai primi di marzo, e ha guadagnato inoltre l'1,0 per cento sulla corona svedese.

### ALTRE VALUTE

Nei tre mesi fino al 4 novembre l'euro si è indebolito dell'1,3 per cento sul franco svizzero, in presenza di alcune oscillazioni. Nello stesso periodo i tassi di cambio bilaterali della moneta unica con il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong hanno seguito da vicino gli andamenti di quello con il dollaro statunitense. Di conseguenza, l'euro si è apprezzato sia sulla valuta cinese sia su quella di Hong Kong (rispettivamente del 4,3 e 4,4 per cento).

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

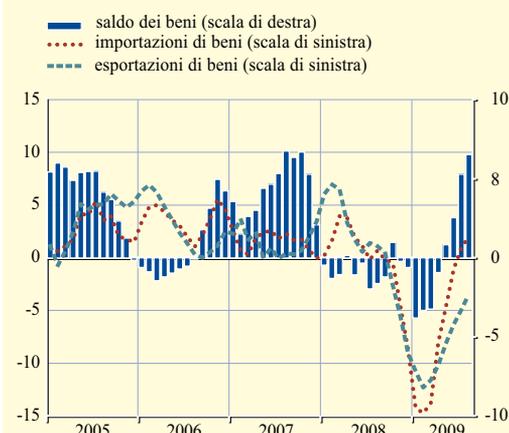
L'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha evidenziato un aumento delle esportazioni e una perdurante moderazione del calo delle importazioni nei tre mesi fino ad agosto. Di conseguenza, il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area è sceso a 98,5 miliardi di euro (1,1 per cento del PIL) in agosto. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei tre mesi fino ad agosto l'area dell'euro ha registrato consistenti afflussi netti per titoli azionari e moderati deflussi netti per obbligazioni e note. Ciò ha riflesso una parziale inversione dei flussi di rimpatrio di capitali da parte dei residenti e una ricomposizione degli investimenti nell'area da parte dei non residenti, che ha favorito i titoli azionari a scapito di quelli di debito.

### INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

L'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha evidenziato un aumento delle esportazioni e una perdurante moderazione del calo delle importazioni nei tre mesi fino ad agosto. Le prime sono cresciute del 2,0 per cento rispetto ai tre mesi precedenti (cfr. figura 35), sorrette dal rafforzamento della domanda estera e dalla graduale riattivazione delle reti produttive internazionali. Le seconde hanno registrato un ritmo di contrazione inferiore, pari a -3,4 per cento. La stabilizzazione delle importazioni di beni ha tuttavia continuato a procedere più lentamente che nel caso delle esportazioni, rispecchiando la debolezza della domanda interna dell'area dell'euro e il processo di decumulo delle scorte. In parallelo, sia le importazioni sia le esportazioni di servizi sono diminuite ulteriormente (cfr. tavola 7). Ciò è in linea con il fatto che, a livello mondiale, la ripresa del settore dei servizi è di recente stata inferiore a quella del settore manifatturiero.

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

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



Fonte: BCE.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

|  | Medie mobili di 3 mesi<br>dati terminanti in |              |              |              |              |              | Dati cumulati<br>sui 12 mesi<br>terminanti in |              |
|--|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|--------------|
|  | 2009<br>lug.                                 | 2009<br>ago. | 2008<br>nov. | 2009<br>feb. | 2009<br>mag. | 2009<br>ago. | 2008<br>ago.                                  | 2009<br>ago. |
| <i>Miliardi di euro</i>                              |  |              |              |              |              |              |   |              |
| <b>Conto corrente</b>                                | <b>4,9</b>                                   | <b>-0,1</b>  | <b>-13,6</b> | <b>-13,8</b> | <b>-6,6</b>  | <b>1,2</b>   | <b>-93,7</b>                                  | <b>-98,5</b> |
| Beni   | 9,4  | 6,0          | -0,2         | -3,3         | 0,8          | 6,5          | 3,9   | 11,5         |
| Esportazioni   | 108,4  | 105,5        | 128,4        | 109,5        | 104,5        | 106,7        | 1.586,2                                       | 1.347,3      |
| Importazioni   | 99,0   | 99,5         | 128,6        | 112,8        | 103,7        | 100,1        | 1.582,3                                       | 1.335,8      |
| Servizi  | 3,1  | 1,8          | 1,9          | 2,7          | 2,2          | 1,8          | 47,3  | 25,8         |
| Esportazioni   | 38,1   | 38,6         | 42,6         | 40,2         | 39,1         | 37,9         | 509,1   | 479,6        |
| Importazioni   | 35,0   | 36,8         | 40,8         | 37,5         | 36,9         | 36,1         | 461,8   | 453,7        |
| Redditi  | -1,4   | -0,7         | -7,0         | -4,8         | -1,9         | -1,2         | -49,3   | -44,8        |
| Trasferimenti correnti                               | -6,2   | -7,2         | -8,3         | -8,3         | -7,7         | -6,0         | -95,6   | -91,0        |
| <b>Conto finanziario<sup>1)</sup></b>                | <b>-9,7</b>                                  | <b>0,2</b>   | <b>16,4</b>  | <b>19,7</b>  | <b>11,4</b>  | <b>-6,9</b>  | <b>107,7</b>                                  | <b>121,8</b> |
| Investimenti diretti e di portafoglio                | 5,5  | 57,3         | 52,0         | 8,3          | 37,2         | 31,1         | 28,1  | 385,9        |
| Investimenti diretti                                 | 8,5  | 3,8          | -26,6        | -12,5        | -4,5         | 0,3          | -107,6  | -129,8       |
| Investimenti di portafoglio                          | -3,0   | 53,4         | 78,6         | 20,8         | 41,7         | 30,8         | 135,6   | 515,7        |
| Azioni   | 27,4   | 40,7         | -22,2        | -11,9        | 6,2          | 31,2         | 96,0  | 9,8          |
| Strumenti di debito                                  | -30,4  | 12,7         | 100,8        | 32,7         | 35,5         | -0,3         | 39,7  | 505,9        |
| Obbligazioni e note                                  | -45,2  | 1,3          | 18,7         | 30,0         | 24,8         | -10,8        | 103,9   | 188,3        |
| Strumenti del mercato monetario                      | 14,8   | 11,5         | 82,1         | 2,6          | 10,7         | 10,5         | -64,2   | 317,6        |
| <i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i> |  |              |              |              |              |              |   |              |
| <b>Beni e servizi</b>                                |  |              |              |              |              |              |   |              |
| Esportazioni   | 2,4  | -1,7         | -3,4         | -12,5        | -4,0         | 0,6          | 6,6   | -12,8        |
| Importazioni   | -3,1   | 1,7          | -3,3         | -11,3        | -6,4         | -3,2         | 9,4   | -12,5        |
| <b>Beni</b>  |  |              |              |              |              |              |   |              |
| Esportazioni   | 2,1  | -2,7         | -4,6         | -14,7        | -4,6         | 2,0          | 6,3   | -15,1        |
| Importazioni   | -2,9   | 0,5          | -5,6         | -12,3        | -8,1         | -3,4         | 9,9   | -15,6        |
| <b>Servizi</b>                                       |  |              |              |              |              |              |   |              |
| Esportazioni   | 3,1  | 1,1          | 0,6          | -5,8         | -2,6         | -3,1         | 7,7   | -5,8         |
| Importazioni   | -3,7   | 5,1          | 4,6          | -8,0         | -1,5         | -2,4         | 7,7   | -1,7         |

Fonte: BCE.

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

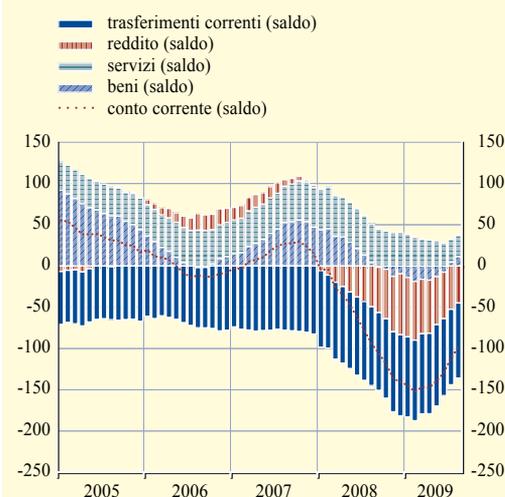
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

Di riflesso a questi andamenti dell'interscambio con l'esterno dell'area, in agosto il saldo cumulato su 12 mesi nel conto dei beni ha registrato un ulteriore aumento dopo essere tornato in territorio positivo in luglio (cfr. figura 36). Assieme al minore disavanzo nel conto dei redditi e in quello dei trasferimenti correnti, ciò ha concorso a ridurre ulteriormente il disavanzo del conto corrente dell'area: nei 12 mesi fino ad agosto è difatti sceso in termini cumulati a 98,5 miliardi di euro (circa l'1,1 per cento del PIL), pur mantenendosi superiore a un anno prima per il minore avanzo nel conto dei servizi.

Stando alla scomposizione geografica delle esportazioni di beni in termini di valore verso l'esterno dell'area dell'euro, realizzata in base alle statistiche sul commercio estero di Eurostat, nel periodo recente gli andamenti dei flussi verso le varie destinazioni sono stati notevolmente meno uniformi che al volgere dell'anno. Da un lato le esportazioni destinate alle economie appartenenti all'OPEC, agli Stati Uniti e ai paesi dell'Europa centrale e orientale sono diminuite sensibilmente nei tre mesi fino ad agosto rispetto al precedente periodo di tre mesi. Dall'altro i flussi verso gli Stati membri della UE che non appartengono all'area dell'euro si sono avvicinati ulteriormente a livelli di crescita positivi e quelli aventi come destinazione l'Asia hanno continuato a crescere, seppure a ritmi inferiori rispetto ai mesi precedenti.

**Figura 36** Principali componenti del conto corrente

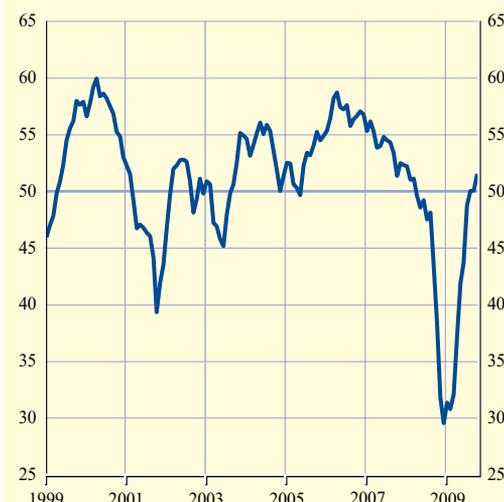
(miliardi di euro; flussi cumulati su 12 mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

**Figura 37** Indice PMI per l'area dell'euro sui nuovi ordinativi all'esportazione

(indice di diffusione, dati mensili)



Fonte: Markit.

Gli indicatori disponibili prospettano una prosecuzione della graduale ripresa delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area nel breve periodo. A ottobre il Purchasing Managers' Index (PMI) concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro ha messo a segno l'ottavo aumento consecutivo, collocandosi al di sopra del valore soglia tra contrazione ed espansione fissato a 50 (cfr. figura 37). Poiché le esportazioni dell'area hanno un consistente contenuto di importazioni, è probabile che le migliorate prospettive delle prime sostengano anche le seconde. Tuttavia, per l'elevata volatilità delle statistiche mensili sull'interscambio, non sono da escludere lievi oscillazioni nella crescita del commercio con l'esterno dell'area nei mesi a venire.

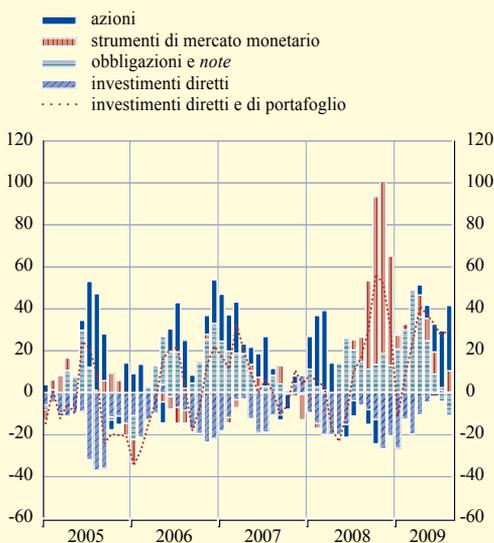
### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad agosto i residenti dell'area dell'euro hanno continuato ad accrescere gli acquisti netti di titoli di debito e azionari esteri. I flussi di rimpatrio di capitali osservati durante le turbolenze finanziarie attorno al volgere dell'anno hanno quindi registrato una parziale inversione, a segnalare una minore preferenza degli investitori per le attività finanziarie emesse sull'interno (*home bias*). Le migliorate condizioni sui mercati finanziari, il calo dell'avversione al rischio e le prospettive più favorevoli per l'economia mondiale costituiscono probabilmente i principali fattori alla base di questo andamento. Al tempo stesso gli investimenti dei non residenti nell'area dell'euro hanno evidenziato una ricomposizione a favore dei titoli azionari e a scapito di quelli di debito. Ciò si è aggiunto ai segnali di una rinnovata propensione al rischio da parte degli investitori, in presenza di rialzi sui mercati azionari nel periodo considerato.

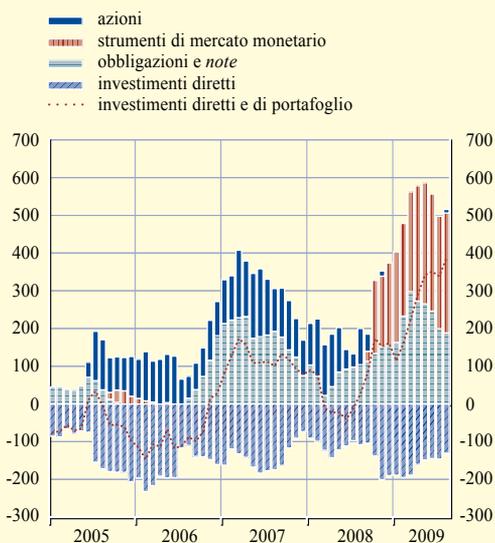
I suddetti andamenti hanno determinato ingenti afflussi netti per titoli azionari e moderati deflussi netti per obbligazioni e *note* nei tre mesi fino ad agosto (cfr. figura 38). Mentre i flussi netti in entrata per azioni sono stati sorretti dal miglioramento delle aspettative di crescita degli utili delle imprese dell'area registrato negli ultimi mesi, i flussi netti in uscita per obbligazioni e *note* appaiono degni di nota poiché nel periodo recente i rendimenti sulle obbligazioni dell'area sono

**Figura 38 Principali componenti del conto finanziario**

a) (flussi netti; miliardi di euro; medie mobili a tre mesi; dati mensili)



b) (miliardi di euro; flussi cumulati sui 12 mesi; dati mensili)



Fonte: BCE.

aumentati rispetto a quelli dei corrispondenti titoli di altre economie principali (ad esempio gli Stati Uniti). Ciò rafforza la convinzione che i fattori principali alla base dei deflussi netti per obbligazioni e *note* siano costituiti dalla ricomposizione della domanda degli investitori esteri in termini di classi di attività – vale a dire dalla preferenza per i titoli azionari a scapito di quelli di debito – e dalla maggiore domanda di un ampio ventaglio di titoli esteri da parte dei residenti dell’area. In particolare, tali andamenti hanno altresì determinato una rottura rispetto allo stretto comovimento tra le attività e le passività in obbligazioni e *note* osservato tra la fine del 2006 e gli inizi del 2009. Mentre gli investimenti esteri in obbligazioni e *note* dell’area sono calati dagli inizi del 2009, per poi diventare negativi in luglio (in termini di medie mobili a tre mesi), quelli dell’area in obbligazioni e *note* estere sono gradualmente aumentati, passando in territorio positivo a giugno.

Con riferimento alle altre voci del conto finanziario, in agosto l’area dell’euro ha continuato a registrare afflussi netti per strumenti del mercato monetario (in termini di medie mobili a tre mesi), che si sono tuttavia mantenuti ben inferiori ai massimi dello scorso anno. Si rileva inoltre che, mediamente, i flussi per investimenti diretti si sono pressoché bilanciati in quanto sia gli investimenti diretti dell’area all’estero sia quelli esteri nell’area sono rimasti moderati.

Complessivamente, grazie soprattutto ai considerevoli flussi netti in entrata per titoli azionari, in agosto gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi lievemente superiori rispetto a luglio (in termini di medie mobili a tre mesi). Nei 12 mesi fino ad agosto gli afflussi cumulati netti per l’insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono saliti a 385,9 miliardi di euro, contro 28,1 miliardi un anno prima.

Per quanto concerne la posizione patrimoniale sull’estero dell’area dell’euro, alla fine del secondo trimestre le passività nette dell’area nei confronti del resto del mondo (1.600 miliardi di euro,

corrispondenti a circa il 17 per cento del PIL) erano inferiori rispetto alla fine del trimestre precedente. Occorre tenere presente che tali dati includono revisioni significative a partire dal 2004, che sono riconducibili a un miglioramento nel metodo di compilazione delle statistiche concernenti la posizione patrimoniale sull'estero e la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro.



## LA COMUNICAZIONE DELLA BANCA CENTRALE IN PERIODI DI ELEVATA INCERTEZZA

*La comunicazione e la trasparenza della politica monetaria, per ciò che attiene il mandato, la strategia e il processo decisionale, sono diventate elementi fondamentali dell'attività delle banche centrali moderne. La comunicazione è uno strumento indispensabile di gestione delle aspettative del settore privato, in quanto concorre in misura significativa a rafforzare l'efficacia e la credibilità della politica monetaria. Tale aspetto riveste particolare importanza in periodi di accresciuta incertezza durante i quali è necessario che il grande pubblico e gli operatori dei mercati finanziari dispongano di informazioni chiare sul mandato principale della banca centrale di assicurare la stabilità dei prezzi, sullo stato dell'economia e sui criteri alla base delle decisioni di politica monetaria. Alla luce di queste considerazioni, il recente periodo di crisi finanziaria e il connesso rallentamento economico illustrano efficacemente l'importanza di un'adeguata comunicazione. Dall'inizio della crisi nell'agosto 2007 la BCE ha intensificato in maniera significativa le comunicazioni al grande pubblico e agli esperti del settore, spiegando nel dettaglio le motivazioni e i meccanismi di funzionamento delle misure di maggiore sostegno al credito. Durante questo difficile periodo la BCE ha dovuto anche comunicare con chiarezza come le misure straordinarie di politica monetaria adottate fossero pienamente in linea con il compito di mantenere la stabilità dei prezzi, ribadendo il fermo impegno a riassorbirle non appena si fossero manifestati rischi per la stabilità dei prezzi e normalizzate le condizioni economiche e finanziarie. Il maggior impegno della BCE nell'ambito della comunicazione, associato alla ormai consolidata trasparenza nell'assetto della politica monetaria, ha favorito la comprensione da parte del settore privato della risposta di politica monetaria della BCE alla crisi finanziaria e al rallentamento economico, sia in termini di interventi tradizionali di policy sui tassi di interesse sia in termini di gestione della liquidità. Inoltre, la combinazione di questi due elementi ha contribuito a mantenere le aspettative di inflazione a lungo termine saldamente ancorate su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE.*

### I INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato un approccio di maggior trasparenza in merito al processo decisionale della politica monetaria. Questa evoluzione è in parte imputabile alla tendenza verso l'indipendenza delle banche centrali e al corrispondente aumento degli obblighi di comunicazione. La maggior parte delle banche centrali, tuttavia, si è spinta ben oltre i rigorosi obblighi statutari per quanto concerne apertura e trasparenza. Gli sforzi aggiuntivi di comunicazione possono essere ricondotti in larga misura alla crescente consapevolezza che la trasparenza e la comunicazione concorrono in misura significativa all'efficacia della politica monetaria, riducendo l'incertezza e influenzando le aspettative del settore privato<sup>1)</sup>. Dato che i tassi di interesse a lungo termine (facendo astrazione dai possibili premi a termine e per la liquidità) rispecchiano i tassi a breve attuali e futuri attesi, la politica monetaria può aumentare la propria capacità di influire sui tassi a lungo termine fornendo una guida al settore

privato, grazie alla trasparenza e alla credibilità della propria azione.

Una comunicazione efficace diventa ancor più necessaria in periodi di elevata incertezza, quando il pubblico affronta una perdita di fiducia nell'economia e il funzionamento dei mercati risulta gravemente compromesso. Nella recente storia dell'economia si registrano alcuni episodi in cui le tensioni finanziarie hanno inciso rapidamente e in profondità sul grado di fiducia e sull'attività reale: il periodo immediatamente successivo alla crisi asiatica alla fine degli anni novanta, lo scoppio della bolla collegata alle società del comparto tecnologico, le tensioni geopolitiche seguite ai tragici eventi dell'11 settembre 2001 e, in particolare, il recente episodio di crisi finanziaria mondiale. Sebbene tali situazioni possano porre sfide di comunicazione senza precedenti alle banche centrali, il presente articolo mostra come in tali circostanze la comunicazione da

1) Cfr. ad esempio l'articolo *Aspettative e conduzione della politica monetaria* nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino.

parte della banca centrale, associata a una strategia di politica monetaria chiara e stabile, svolga un ruolo decisivo nel ripristinare e preservare la fiducia tra gli operatori dei mercati finanziari. L'articolo si concentra pertanto sulla comunicazione rivolta agli addetti ai lavori nei mercati finanziari, nonostante il fatto che le banche centrali di tutto il mondo abbiano intensificato, al pari della BCE, anche l'attività di comunicazione verso il grande pubblico, soprattutto dall'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007. La sezione 2 analizza, da un punto di vista concettuale, il ruolo della comunicazione della banca centrale in periodi di accresciuta incertezza. La sezione 3 passa in rassegna le principali comunicazioni esterne della BCE durante la recente crisi finanziaria. La sezione 4 presenta alcune evidenze empiriche relative all'impatto delle comunicazioni della BCE sui mercati finanziari durante tale crisi e la sezione 5 riassume i contenuti dell'articolo traendo le conclusioni.

## 2 IL RUOLO DELLA COMUNICAZIONE DELLA BANCA CENTRALE NEI PERIODI DI TENSIONE

In circostanze normali le banche centrali ricorrono a un ventaglio di canali di comunicazione per far conoscere al pubblico, e in particolare agli operatori del mercato finanziario e ai rappresentanti degli organi di informazione, il loro modo di pensare e operare. La maggior parte delle banche centrali spiega accuratamente il proprio mandato e la strategia con cui intende conseguire l'obiettivo di politica monetaria. La chiarezza in merito all'obiettivo perseguito e alle modalità per raggiungerlo contribuisce a garantire una miglior comprensione da parte del settore privato della politica monetaria della banca centrale e della sua risposta sistematica agli shock economici. Contestualmente alla frequente diffusione delle opinioni della banca centrale sullo stato dell'economia e sulla probabile evoluzione, nonché alla valutazione dell'orientamento di politica monetaria, la trasparenza nella strategia di politica monetaria serve a favorire la credibilità e ad accrescere la prevedibilità delle azioni di politica monetaria<sup>2)</sup>. Di conseguenza, la tra-

sparenza e un'efficace comunicazione possono concorrere ad allineare le aspettative del mercato alle opinioni della banca centrale e possono agevolare il compito della stessa di preservare la stabilità dei prezzi.

La capacità della comunicazione della banca centrale di porsi come punto di riferimento delle aspettative private può acquisire particolare risalto nel caso di shock importanti e di turbative dei mercati. In periodi di tensioni, quando aumenta l'incertezza in merito alle prospettive economiche e i mercati sono disorientati, una comunicazione efficace da parte della banca centrale diventa particolarmente importante per il riallineamento delle aspettative relative al corso futuro della politica monetaria e per l'indicazione di una direzione di massima. Ad esempio, l'evidenza empirica mostra che le informazioni aggiuntive fornite dalla banca centrale sembrano aiutare gli operatori dei mercati finanziari soprattutto in periodi di considerevole incertezza, vale a dire quando vi sono notevoli fenomeni di "disturbo" che caratterizzano le informazioni in possesso degli operatori di mercato<sup>3)</sup>. Una delle ragioni alla base del recente maggiore interesse nelle valutazioni e nella comunicazione della banca centrale da parte degli operatori di mercato è il marcato aumento dell'incertezza e il brusco calo di fiducia che i mercati finanziari hanno registrato dall'inizio della crisi finanziaria nell'agosto 2007. L'incertezza circa la solvibilità e la solidità delle istituzioni finanziarie, oltre ad aver determinato di fatto la cessazione delle negoziazioni interbancarie durante la crisi dell'autunno 2008, avrebbe anche comportato un diffuso aumento del valore attribuito alle informazioni diffuse dalla banca centrale (cfr. il riquadro seguente).

2) Cfr. ad esempio Blattner, T., M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, *The predictability of monetary policy*, Occasional Paper della BCE, n. 83, marzo 2008, nonché Blinder, A. S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan e D. Jansen (2008), "Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence", *Journal of Economic Literature*, 46(4), pagg. 910-945.

3) Cfr. Ehrmann, M. e M. Fratzscher, *Social value of public information: testing the limits to transparency*, Working Paper della BCE, n. 821, ottobre 2007.

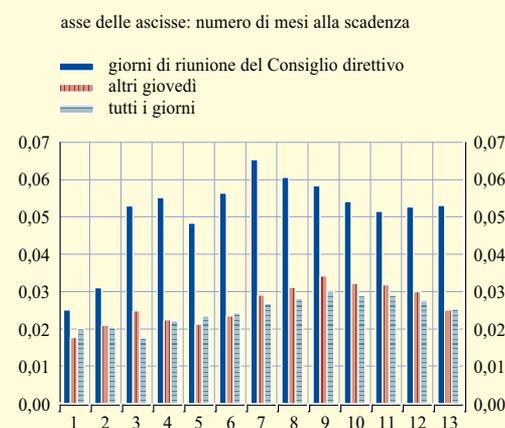
## Riquadro

## LA RISPOSTA DEI MERCATI FINANZIARI ALL'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE DELLA BCE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA

Le turbolenze finanziarie illustrano con chiarezza il crescente valore che gli operatori di mercato possono attribuire al ruolo di coordinamento svolto dalla comunicazione della banca centrale in periodi di accresciuta incertezza. A dimostrazione di ciò, la figura pone a confronto le diverse reazioni dei mercati finanziari alle conferenze stampa della BCE prima e dopo l'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007<sup>1)</sup>. A tal fine, sono state calcolate le variazioni giornaliere medie in valore assoluto dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi per i due anni precedenti alla crisi finanziaria e per i due anni successivi allo scoppio della crisi nell'agosto 2007. Si utilizza la variazione giornaliera in valore assoluto perché lo scopo è solo di quantificare la differenza di entità riconducibile alla risposta all'attività di comunicazione e non il suo impatto auspicato. Tale variazione corrisponde alla differenza tra i valori di chiusura di due giorni consecutivi<sup>2)</sup>.

Differenza tra le variazioni giornaliere medie in valore assoluto dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi prima e dopo l'inizio della crisi

(punti percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: differenza tra il rendimento giornaliero medio in valore assoluto nei periodi da agosto 2005 a luglio 2007 e da agosto 2007 a luglio 2009.

La variazione giornaliera in valore assoluto rappresenta, con una certa approssimazione, la volatilità dei mercati finanziari. Per distinguere tra un incremento generale delle oscillazioni dei mercati finanziari dall'inizio della crisi e un aumento delle stesse connesso alla conferenza stampa della BCE, le variazioni sono state calcolate nei giorni in cui si è tenuta la riunione intesa a fissare i tassi di interesse del Consiglio direttivo, poi in tutti gli altri giovedì per controllare gli effetti del giorno della settimana e successivamente per tutti i giorni.

Dall'analisi presentata nella figura emergono tre risultati interessanti. Innanzitutto, le oscillazioni dei mercati finanziari dall'inizio della crisi nell'agosto 2007 sono state in generale più pronunciate che in precedenza, come si può evincere dal fatto che le barre relative a "tutti i giorni" sono in territorio positivo. In secondo luogo, l'entità della risposta dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi alla conferenza stampa mensile della BCE è aumentata in misura molto più marcata rispetto all'incremento generale della volatilità del mercato dall'agosto 2007, come

- 1) Per un approfondimento sull'impatto della conferenza stampa della BCE sui mercati finanziari, cfr. Ehrmann, M. e M. Fratzscher (2009), "Explaining monetary policy in press conferences", *International Journal of Central Banking*, 5, pagg. 41-84.
- 2) Poiché l'analisi non si basa su dati infragiornalieri, i risultati possono comprendere risposte riguardanti la fissazione dei prezzi nei mercati finanziari a notizie non connesse alla conferenza stampa della BCE. Nel complesso, vi sono stati 59 altri rapporti statistici relativi all'area dell'euro che sono stati pubblicati nei giorni di riunione del Consiglio direttivo nel periodo in esame. Per 49 di questi era disponibile un'indagine Bloomberg che coglieva il valore medio atteso. È possibile utilizzare tale dato per misurare la componente di sorpresa in ciascuna di queste pubblicazioni. Sulla base di detta misura delle aspettative, i mercati sono stati sorpresi in quattro occasioni durante il periodo in questione. Tuttavia, un esame della volatilità infragiornaliera in questi giorni mostra che queste pubblicazioni non sono state caratterizzate da alcuna attività straordinaria di negoziazione.

si deduce dall'altezza delle barre relative ai "giorni di riunione del Consiglio direttivo"<sup>3)</sup>. Ciò vale in particolare per le scadenze su un orizzonte di tre mesi per le quali l'incertezza tocca in genere i valori massimi. La notevole differenza di risposta dei mercati finanziari alla conferenza stampa della BCE prima e dopo l'inizio della crisi suggerisce che i mercati hanno attribuito un peso maggiore di prima al parere del Consiglio direttivo sulle prospettive economiche e alla sua valutazione dei rischi nel periodo successivo all'inizio delle turbolenze finanziarie. Inoltre, le notevoli oscillazioni del mercato nei giorni di riunione del Consiglio direttivo indicano che gli operatori dei mercati finanziari hanno ricevuto di fatto una quantità considerevole di informazioni pertinenti dalla banca centrale in questo periodo. Infine, la differenza nella risposta dei mercati finanziari registra i livelli più bassi per i contratti *future* sui tassi Euribor prossimi alla scadenza (ossia la cui scadenza si colloca entro uno o due mesi). Questi contratti *future* sono solitamente inclini a variazioni quando i mercati sono incerti circa le prossime decisioni sui tassi di interesse. Il fatto però che i mercati abbiano reagito agli annunci della BCE in maniera sostanzialmente analoga prima e dopo l'inizio della crisi in questi segmenti suggerisce che l'elevato grado di prevedibilità delle decisioni della BCE sui tassi di interesse è rimasto pressoché invariato durante la crisi<sup>4)</sup>.

3) In qualche misura, la notevole risposta dei mercati alle riunioni del Consiglio direttivo in cui sono fissati i tassi di interesse potrebbe anche essere connessa all'annuncio contestuale di misure non convenzionali di politica monetaria, come le operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine o gli acquisti di obbligazioni garantite. Per un'analisi più dettagliata della risposta dei mercati finanziari all'attività di comunicazione della BCE su alcune misure non convenzionali di politica monetaria, si veda la sezione 4 del presente articolo.

4) Questo risultato trova conferma nel raffronto dell'elemento di sorpresa medio calcolato dalla differenza fra il sondaggio Reuters e la decisione effettiva per il periodo dei due anni precedenti e successivi all'inizio della crisi finanziaria. La differenza è marginale e consiste in 0,0184 punti base. Cfr. anche l'articolo *La prevedibilità della politica monetaria della BCE* nel numero di gennaio 2006 di questo Bollettino.

In queste circostanze è indispensabile che la banca centrale comunichi in maniera tempestiva e accurata. Proprio come gli operatori di mercato, anche i responsabili della politica monetaria si trovano a condurre le proprie analisi e a comunicare le proprie riflessioni e intenzioni in condizioni di estrema incertezza, in cui le regolarità storiche sono suscettibili di smentite e l'accresciuta volatilità può offuscare le informazioni provenienti dai mercati. La banca centrale deve evidenziare l'elevato grado di incertezza che caratterizza la valutazione delle prospettive economiche in circostanze così difficili. È essenziale che l'istituzione riconosca, in questi periodi, i limiti degli strumenti analitici utilizzati, per evitare che i mercati facciano eccessivo affidamento sulla sua valutazione del corso futuro dell'economia. Allo stesso tempo, dal momento che i mercati finanziari reagiscono pressoché in tempo reale agli annunci della banca centrale, i responsabili della politica monetaria devono scegliere con cura il tipo e la portata delle informazioni che intendono trasmettere agli operatori di mercato<sup>4)</sup>.

Vi sono due aspetti fondamentali della comunicazione in queste circostanze. Il primo riguarda le intenzioni stesse della banca centrale. I periodi di acute tensioni ed elevata incertezza possono richiedere risposte di politica monetaria straordinarie che devono essere comunicate e spiegate agli operatori di mercato in maniera tempestiva

4) Morris e Shin, nonché Amato e al., sostengono che la comunicazione della banca centrale può anche ridurre il benessere economico quando gli operatori di mercato attribuiscono un peso eccessivo alle informazioni pubbliche a scapito di quelle private. In particolare, informazioni erratiche o premature possono distogliere i mercati dai fondamentali e spingerli verso un equilibrio inferiore. Cfr. Morris, S. e H.S. Shin (2002), "Social Value of Public Information", *American Economic Review*, 92(5), pagg. 1521-1534, nonché Amato, J.D., S. Morris e H.S. Shin (2002), "Communication and Monetary Policy", *Oxford Review of Economic Policy*, 18(4), pagg. 495-503. In base al medesimo modello di Morris e Shin, Svensson asserisce tuttavia che la trasparenza della banca centrale è quasi sempre vantaggiosa perché l'indice di sensibilità (*signal-to-noise ratio*) delle informazioni provenienti dalla banca centrale è sicuramente piuttosto elevato (cfr. Svensson, L.E.O. (2006), "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con", *American Economic Review*, 96(1), pagg. 448-451).

e coerente. In assenza di tali comunicazioni, nei mercati può ingenerarsi confusione su quale sia la logica alla base delle azioni straordinarie di politica monetaria. In un contesto economico caratterizzato da un elevato grado di incertezza, la banca centrale non dovrebbe aggravare la situazione introducendo una potenziale ambiguità nelle misure di politica monetaria adottate in risposta ad andamenti economici eccezionali. Pertanto, in periodi di difficoltà occorre che la banca centrale sia estremamente chiara e convincente nello spiegare le motivazioni e i meccanismi di funzionamento delle misure straordinarie di politica monetaria. Ciò è in contrasto con quanto accade in circostanze normali, quando un comportamento coerente nel tempo da parte della banca centrale è fondamentale per mantenere un elevato grado di credibilità. In periodi di incertezza, la credibilità dipende anche dal modo in cui i responsabili della politica monetaria illustrano le motivazioni sottostanti alle loro azioni di politica monetaria di rilievo. La chiarezza sulle intenzioni e sugli obiettivi da parte della banca centrale offre una prima ancora di stabilità e un importante senso di direzione ai soggetti economici. Ciò vale particolarmente in periodi di accresciuta incertezza.

Il secondo aspetto di particolare importanza in periodi di difficoltà è che la banca centrale ribadisca con forza sia l'impegno nei confronti dell'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine sia la determinazione a riassorbire le misure straordinarie di politica monetaria appena la situazione torna alla normalità. Numerose sono le ragioni che rendono particolarmente importante la comunicazione da parte della banca centrale della ferma intenzione di rispettare l'obiettivo di medio periodo in un momento in cui le aspettative di mercato circa il corso futuro della politica monetaria potrebbero essere confuse. Una di queste è che la volatilità delle attese può essere una fonte indipendente di instabilità macroeconomica. Nel caso in cui le aspettative di inflazione nel medio termine perdano l'ancoraggio all'obiettivo della banca centrale a seguito di un importante shock avverso, è probabile che aumentino i rischi di inflazione o deflazione. Ad esempio, l'incremento atteso dei

prezzi futuri può esercitare pressioni al rialzo sui prezzi correnti per il tramite di vari canali, fra cui le rivendicazioni di salari più elevati oppure la rivalutazione dei prezzi delle attività. Quando si radicano nelle percezioni degli operatori, le attese inflazionistiche possono autoalimentarsi fino a quando un evento o un'azione di politica monetaria non riesca a spezzare il circolo vizioso. Di fatto, l'evidenza empirica suggerisce che la "Grande Inflazione" negli Stati Uniti durante gli anni settanta si è verificata principalmente perché un orientamento accomodante della politica monetaria ha indotto aumenti dell'inflazione attesa che "si autorealizzavano" (*self-fulfilling*)<sup>5)</sup>. Analogamente, attese di inflazione di medio e lungo periodo saldamente ancorate sono fondamentali a fronte di persistenti rischi al ribasso per la stabilità dei prezzi, soprattutto quando i tassi di interesse nominali a breve termine si collocano su livelli molto bassi. Vi è già un ampio *corpus* di ricerche che evidenzia come un impegno esplicito e credibile a favore dell'obiettivo della stabilità dei prezzi risulti efficace nello scongiurare una spirale deflazionistica in grado di autorinforzarsi<sup>6)</sup>.

La comunicazione dell'impegno della banca centrale a conseguire il suo obiettivo di stabilità dei prezzi diventa pertanto un potente strumento per impedire che le attese del settore privato se ne discostino in periodi di elevata incertezza. In particolare, l'annuncio di un obiettivo numerico preciso o di una definizione quantitativa dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della banca centrale costituisce un punto di riferimento per le attese di inflazione a lungo termine del pubblico e aiuta i soggetti economici a formulare aspettative in maniera più efficace e accurata di quanto farebbero in assenza di un obiettivo quantificato. In questo modo, un obiettivo quan-

5) Cfr. ad esempio Leduc, S., K. Sill e T. Stark (2007), "Self-fulfilling expectations and the inflation of the 1970s: Evidence from the Livingston Survey", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n. 2, pagg. 433-459.

6) Cfr. ad esempio Eggertsson, G.B. e M. Woodford (2003), "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, n. 1, pagg. 139-235, nonché Adam, K. e R. Billi (2007), "Discretionary monetary policy and the zero lower bound on nominal interest rates", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n. 3, pagg. 728-752.

titativo credibile assicura la prevedibilità anche in periodi in cui i mercati sono caratterizzati da nervosismo e da un'accresciuta volatilità, nonché può fungere da ancora di stabilità in periodi di disorientamento e tensioni. Di fatto, l'evidenza empirica indica chiaramente che l'annuncio di un obiettivo quantitativo preciso riduce il grado di persistenza dell'inflazione, limita la reattività delle aspettative alle altre notizie macroeconomiche e ne agevola l'ancoraggio su livelli in linea con l'obiettivo della banca centrale<sup>7)</sup>.

### **3 LA COMUNICAZIONE DELLA BCE DALL'INIZIO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE**

I profondi cambiamenti del contesto economico e finanziario occorsi negli ultimi due anni hanno richiesto risposte decise di politica monetaria, accompagnate da comunicazioni tempestive e accuratamente formulate. La BCE, in stretta collaborazione con le BCN dell'Eurosistema, ha intensificato la sua attività di comunicazione con gli esperti del settore e con il grande pubblico al fine di sostenere l'efficienza e l'efficacia della politica monetaria in periodi di elevata incertezza.

L'ormai consolidata trasparenza della BCE nella conduzione della politica monetaria è servita a strutturare la comunicazione esterna durante la crisi. In particolare, la comunicazione relativa alla valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nel quadro dei due pilastri della strategia di politica monetaria è stata quanto mai utile a mantenere le aspettative di inflazione saldamente ancorate<sup>8)</sup> e a offrire una spiegazione dettagliata delle decisioni di politica monetaria. L'analisi economica ha favorito la comunicazione della rapida inversione delle tendenze inflazionistiche per l'area dell'euro in un contesto di accresciuta incertezza sulle prospettive di crescita economica a seguito dell'acuirsi delle turbolenze finanziarie e della loro propagazione all'economia reale. L'analisi monetaria ha contribuito a mantenere una prospettiva di medio termine, nonché ha agevolato una migliore comprensione e la spiegazione degli andamenti degli

aggregati monetari, dei bilanci delle banche, dei prezzi delle attività e dei flussi creditizi, tutti aspetti di estremo interesse data l'origine finanziaria del rallentamento economico<sup>9)</sup>.

### **LA COMUNICAZIONE RELATIVA A MISURE CONVENZIONALI E NON CONVENZIONALI**

L'attuazione di misure non convenzionali in risposta alle tensioni nei mercati finanziari ha comportato nuove sfide per l'attività di comunicazione. Di norma la comunicazione sulle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema è rivolta prevalentemente a un pubblico di tecnici ed esperti. Quando hanno avuto inizio le turbolenze finanziarie nell'estate del 2007 e la BCE ha reagito in modo deciso alle tensioni nei mercati monetari conducendo una serie di operazioni di rifinanziamento supplementari: vi era la chiara esigenza di informare il grande pubblico e, in particolare, gli operatori dei mercati finanziari sulle operazioni straordinarie in una maniera più sistematica ed esaustiva. A tal fine, il sito Internet della BCE è stato costantemente aggiornato e potenziato ed è stata utilizzata una pluralità di altri canali di comunicazione per assicurare che fossero comprese correttamente le misure adottate dall'Eurosistema per contenere gli effetti macroeconomici della crisi. In particolare, in un periodo in cui i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi erano ancora presenti nell'area dell'euro, era importante trasmettere il messaggio che le misure adottate per allentare le tensioni nei mercati monetari non contemplavano un allentamento dell'orientamento monetario ed erano pienamente in linea con il perseguimento della stabilità dei prezzi. Fra gli strumenti di comunicazione ricordiamo le frequenti interviste con

- 7) Cfr. Levin, A.T., F.M. Natalucci e J.M. Piger, *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, Working Paper della BCE, n. 383, agosto 2004. Cfr. anche Johnson, D., "The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n. 8, novembre 2002, pagg. 1521-1538, nonché Benati, L., "Investigating inflation persistence across monetary regimes", *Quarterly Journal of Economics*, 123:3, agosto 2008, pagg. 1005-1060.
- 8) Cfr. il riquadro *Risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il quarto trimestre del 2009* in questo numero del Bollettino.
- 9) Cfr. l'articolo *L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria* in questo numero del Bollettino.

gli organi di informazione e i discorsi tenuti dai membri del Consiglio direttivo, nonché molteplici annunci in tempo reale di operazioni di politica monetaria. L'aumento del numero delle visite alle relative pagine del sito Internet della BCE indica che la domanda di informazioni su questi argomenti è cresciuta a un ritmo sostenuto.

Dall'acuirsi della crisi finanziaria nel settembre 2008 e in un contesto di rapida moderazione delle pressioni inflazionistiche, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato ridotto di 325 punti base. Parallelamente, la BCE ha intrapreso una conduzione non convenzionale della politica monetaria. Questi provvedimenti sono stati adottati per apportare un miglioramento del flusso del credito di gran lunga superiore rispetto a quanto si sarebbe potuto ottenere esclusivamente attraverso le riduzioni dei tassi di interesse di riferimento. Per agevolare la comunicazione, la BCE ha definito il ventaglio di misure non convenzionali adottate come il suo approccio di "maggiore sostegno al credito"<sup>10</sup>. Questo metodo comprende cinque principali elementi costitutivi: 1) una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi a fronte di garanzie per tutte le operazioni di rifinanziamento principali e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dall'ottobre 2008; 2) il temporaneo ampliamento della lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema dall'ottobre 2008; 3) l'allungamento delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento della BCE fino a un anno; 4) l'immissione di liquidità in valuta estera, soprattutto in dollari statunitensi; 5) l'acquisto diretto di obbligazioni garantite (*covered bond*) denominate in euro dal luglio 2009 per imprimere un nuovo slancio a un segmento del mercato particolarmente colpito dalle turbolenze finanziarie. La BCE ha inoltre sottolineato la netta distinzione tra le sue azioni di politica monetaria e le misure di sostegno adottate dai governi, pur evidenziandone le complementarietà nell'allentare le tensioni presenti nei mercati finanziari.

L'attività di comunicazione della BCE rivolta ai mercati finanziari e al grande pubblico ha dato

particolare risalto a due messaggi principali. Con il primo si sottolineava come tutte le misure fossero studiate per assicurare una trasmissione efficace della politica monetaria e per fornire maggior sostegno all'offerta di credito alle famiglie e alle società nell'area dell'euro a tassi ragionevoli al fine di preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine; il secondo riguardava il meccanismo di risoluzione della crisi. Considerata l'importanza del canale bancario nell'offrire credito all'economia dell'area dell'euro, la risposta di politica monetaria della BCE è stata finora commisurata alla natura specifica dell'architettura finanziaria dell'area dell'euro. A differenza di alcune economie avanzate in cui si riscontra un sistema finanziario maggiormente basato sul mercato, per assicurare il flusso di credito al settore non finanziario è essenziale garantire un grado elevato di possibilità di rifinanziamento per le banche.

#### COMUNICAZIONE RELATIVA ALLA STRATEGIA DI USCITA

Benché l'intensificata attività di comunicazione sulle prospettive economiche e sugli andamenti dei prezzi attesi abbia contribuito a un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nel corso della crisi, il rischio di una possibile divergenza delle attese private è derivato anche dalle molteplici misure adottate per allentare le tensioni nei mercati finanziari. In un contesto di tassi di interesse estremamente bassi e di liquidità abbondante, occorre rassicurare i mercati circa l'impegno della banca centrale a riassorbire le misure non convenzionali una volta che le condizioni siano tornate alla normalità. Mantenere troppo a lungo un orientamento monetario accomodante rischia di generare pressioni inflazionistiche in avvenire e crea le premesse per squilibri futuri nei mercati finanziari.

Un elemento importante della strategia di comunicazione della BCE dopo l'annuncio di un approccio di "maggiore sostegno al credito" è consistito nell'informare il pubblico che la preparazione di una strategia di uscita è parte

<sup>10</sup> Cfr., in particolare, i discorsi tenuti dal Presidente della BCE il 13 luglio 2009 a Monaco, il 22 agosto 2009 a Jackson Hole e il 4 settembre 2009 a Francoforte.

integrante della gestione della crisi adottata dalla BCE, sottolineando quindi l'impegno della banca centrale e la determinazione a preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine. La possibilità di riassorbire lo stimolo monetario straordinario era stata prevista e, in parte, integrata nell'elaborazione delle misure non convenzionali. L'assetto operativo è dotato di una serie adeguata di strumenti diversi e flessibili per agevolare questo riassorbimento. Allo stesso tempo, per evitare aspettative di uscita premature, la comunicazione ha evidenziato il fatto che la presenza di una strategia di uscita non andava confusa con l'attivazione della stessa.

#### **LA COMUNICAZIONE E LE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE**

Nel complesso, l'attività di comunicazione della BCE e le azioni effettive adottate dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 hanno notevolmente contribuito a mantenere le aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro saldamente ancorate su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE. A questo riguardo, una sfida di comunicazione particolare si è posta quando è emerso un andamento temporaneamente negativo dei tassi di inflazione attesi per l'estate del 2009, dovuto prevalentemente ad effetti base connessi all'andamento dei prezzi dei beni energetici. Per contenere inopportune correzioni al ribasso dell'inflazione attesa nel medio e più lungo periodo verso un tasso di inflazione in calo, la BCE ha pubblicamente sottolineato l'esigenza di distinguere tra disinflazione e deflazione. In questo contesto, la BCE ha chiarito che episodi di disinflazione sono accolti con favore, se determinati, ad esempio, da un calo delle quotazioni delle materie prime, che può essere associato a un maggior contenimento dei costi dal lato dell'offerta. Un processo deflativo, invece, è una diminuzione generalizzata e persistente, che si autoalimenta, di una vasta gamma di prezzi con conseguenze avverse sul prodotto e sulle quotazioni. Il Consiglio direttivo, evidenziando già agli inizi del 2009 che i tassi di inflazione temporaneamente negativi attesi per l'estate 2009 non andavano confusi con una deflazione vera e propria, ha assicurato che le aspettative di inflazione

a lungo termine rimanevano saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi.

#### **4 L'IMPATTO DELL'ATTIVITÀ DI COMUNICAZIONE DELLA BCE SU ALCUNE MISURE NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA**

L'intensificarsi della comunicazione esterna della BCE dall'inizio della crisi nell'agosto 2007 ha avuto un impatto tangibile sui mercati finanziari. Come illustrato nella sezione 2, sembra che durante la crisi i mercati siano stati più sensibili alle conferenze stampa della BCE di quanto non lo fossero stati in precedenza. Questa sezione dell'articolo illustra l'impatto e l'efficacia della comunicazione della BCE in merito agli annunci delle operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine.

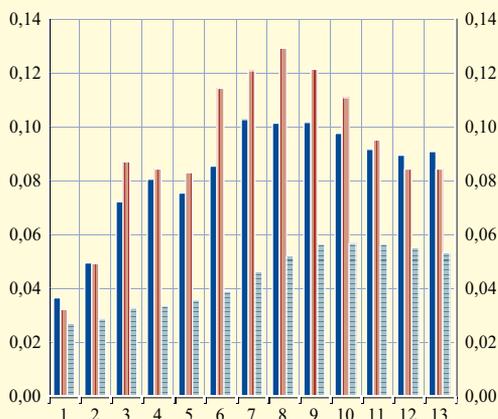
Dall'agosto 2007 la BCE ha lanciato una serie di operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine intese a favorire la normalizzazione del funzionamento dei mercati monetari in euro. La BCE ha prolungato in una prima fase le scadenze di queste operazioni e, infine, il 7 maggio 2009 ha annunciato la decisione di condurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno. Queste operazioni sono state in genere rese note mediante un comunicato stampa che ha preceduto la loro esecuzione. Lo sfasamento temporale tra l'annuncio e l'attuazione consente di individuare le reazioni del mercato finanziario ai due eventi. Se i mercati fossero sensibili all'annuncio delle operazioni di rifinanziamento supplementari, dovrebbero in media registrare maggiori oscillazioni in questi giorni in rispetto a quelli privi di tali annunci. In effetti, la figura 1 suggerisce che gli annunci delle operazioni supplementari hanno avuto un impatto significativo sui mercati monetari in euro, alquanto superiore all'impatto della comunicazione da parte della BCE di azioni di politica monetaria convenzionali. La figura 1 mostra la variazione giornaliera media in valore assoluto dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi in determinati giorni dall'agosto 2007. Le oscillazioni del mercato monetario sono sta-

**Figura 1** Variazione giornaliera media  
in valore assoluto dei contratti *future*  
sull'Euribor a tre mesi

(punti percentuali)

asse delle ascisse: numero di mesi alla scadenza

■ giorni in cui si sono tenute solo riunioni  
del Consiglio direttivo  
■ giorni in cui sono stati effettuati solo annunci di ORLT  
■ giorni senza riunioni del Consiglio direttivo  
e senza annunci di ORLT



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

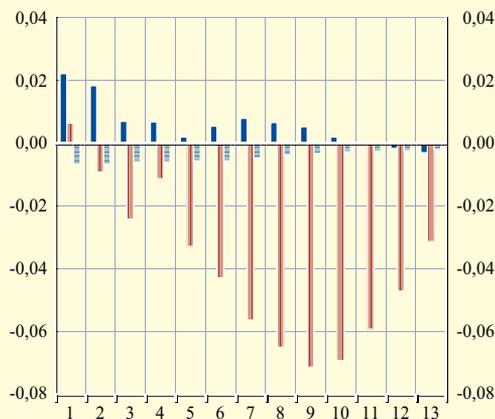
Note: media in giorni determinati nel periodo dal 1° agosto 2007 al 9 ottobre 2009. "ORLT" corrisponde a "operazione di rifinanziamento a lungo termine".

**Figura 2** Variazione giornaliera media  
dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi

(punti percentuali)

asse delle ascisse: numero di mesi alla scadenza

■ giorni in cui si sono tenute solo riunioni  
del Consiglio direttivo  
■ giorni in cui sono stati effettuati solo annunci di ORLT  
■ giorni senza riunioni del Consiglio direttivo  
e senza annunci di ORLT



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: media in giorni determinati nel periodo dal 1° agosto 2007 al 9 ottobre 2009. "ORLT" corrisponde a "operazione di rifinanziamento a lungo termine".

te significativamente più pronunciate nei giorni con annunci di azioni di politica monetaria, riguardanti misure sia convenzionali che non convenzionali, rispetto ai giorni privi di tali comunicazioni <sup>11</sup>). Ciò vale per l'intera gamma delle scadenze. Inoltre, i contratti *future* sui tassi Euribor sembrano aver reagito con maggiore vigore nei giorni in cui la BCE ha annunciato le operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine, in particolare per orizzonti da sei a dieci mesi <sup>12</sup>).

In generale, l'obiettivo di un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine è di allentare le tensioni nel mercato monetario che hanno portato a tassi di interesse eccessivamente elevati. In altre parole, se conseguono il loro scopo, le operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine dovrebbero concorrere alla riduzione dei tassi di interesse in tutta la gamma di scadenze su un livello in linea con la regolare trasmissione dell'orientamento di politica monetaria della BCE <sup>13</sup>). Annunci

tempestivi e credibili di tali operazioni possono favorire il conseguimento di questo obiettivo

- 11) In totale, la BCE ha annunciato operazioni di rifinanziamento supplementari in 12 occasioni, 5 delle quali coincidevano con i giorni di riunione del Consiglio direttivo. Per isolare gli effetti degli annunci della BCE di operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine, la categoria "giorni in cui sono stati effettuati solo annunci di ORLT" considera solo i sette giorni in cui è stata annunciata unicamente un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine. La decisione di condurre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno è stata annunciata in un giorno di riunione del Consiglio direttivo.
- 12) Poiché l'analisi non è basata su dati infragiornalieri, i risultati possono comprendere reazioni in termini di fissazione delle quotazioni da parte dei mercati finanziari a notizie non connesse agli annunci della BCE. Nei giorni degli annunci di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, i mercati hanno mostrato sorpresa in un'occasione soltanto (22 agosto 2007). Tuttavia, la volatilità infragiornaliera in quel giorno non ha evidenziato la presenza di un'attività di negoziazione straordinaria in prossimità della divulgazione di questa notizia. Per una descrizione del calcolo dell'elemento di sorpresa si veda la nota 2 del riquadro.
- 13) Questo non è tuttavia l'unico criterio di riuscita: in primo luogo, e pienamente in linea con l'obiettivo sottostante alla politica del maggiore sostegno al credito, le operazioni erano intese ad allungare l'orizzonte di liquidità delle banche, incoraggiando così un flusso costante di credito bancario all'economia.

anticipando in parte la correzione prospettata e rendendone quindi più efficace l'impatto. La figura 2 mostra che così è effettivamente successo. Se si utilizza la variazione relativa, anziché quella giornaliera in valore assoluto, si osserva che la comunicazione della BCE in merito alla decisione di condurre operazioni di rifinanziamento supplementari a più lungo termine ha contribuito ad allentare le condizioni nei mercati monetari per l'intera gamma delle scadenze, accrescendo l'efficacia di tali operazioni. A differenza dei giorni privi di annunci relativi a operazioni supplementari, i mercati hanno riportato in media una diminuzione di prezzo dei contratti *future* sui tassi Euribor nei giorni in cui sono state annunciate tali operazioni.

## 5 CONCLUSIONI

La strategia di comunicazione della BCE e la trasparenza nella conduzione della politica monetaria si sono dimostrate particolarmente uti-

li nell'attuale periodo di tensioni finanziarie e accresciuta incertezza. Una comunicazione tempestiva e precisa in merito alle variazioni dell'assetto di politica monetaria è fondamentale e deve essere compresa a fondo dagli operatori dei mercati finanziari. Oltre alle azioni stesse di politica monetaria, la comunicazione è diventata quanto mai importante nel contribuire all'ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio e più lungo termine su livelli in linea con la definizione della BCE della stabilità dei prezzi.

La rafforzata attività di comunicazione della BCE dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 e la consolidata trasparenza nella conduzione della politica monetaria hanno favorito probabilmente la rapida comprensione da parte del settore privato sia delle azioni non convenzionali adottate in risposta all'acuirsi delle tensioni finanziarie nell'autunno 2008 sia della determinazione della banca centrale nel confermare l'impegno a conseguire il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi.

# L'ANALISI MONETARIA IN UN CONTESTO DI TURBOLENZA FINANZIARIA

*La strategia di politica monetaria della BCE attribuisce un ruolo di primo piano all'analisi monetaria, di riflesso alla solida relazione intercorrente fra la moneta e i prezzi nel medio-lungo termine. L'analisi monetaria aiuta la banca centrale a non perdere di vista gli andamenti nominali di più lungo periodo, dei quali la politica monetaria è in ultima istanza responsabile, un aspetto, questo, che assume particolare rilevanza in un periodo di turbolenza finanziaria, quando gli andamenti volatili di breve periodo rischiano di prendere il sopravvento sull'appropriata prospettiva di medio termine della politica monetaria. Le turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari a partire dall'estate 2007 rappresentano una notevole sfida sul piano analitico. L'analisi monetaria in tempo reale della BCE si avvale sia di informazioni ricavate dai modelli sia di una conoscenza dettagliata a livello di istituzioni. Quest'ultima si è rivelata particolarmente utile negli ultimi due anni per affrontare alcune questioni fondamentali attinenti alla robustezza delle tendenze monetarie, alle condizioni di finanziamento nell'arco del ciclo economico e alle correzioni in atto nel settore bancario.*

*Relativamente a tali questioni, le conclusioni cui è giunta l'analisi monetaria durante il periodo di turbolenza sono le seguenti: anzitutto, le tendenze monetarie sono indicative di deboli spinte inflazionistiche, ma non lasciano presagire un esito deflazionistico; inoltre, gran parte della crescita dei prestiti appare autentica; infine, le banche hanno modificato le dimensioni e la composizione dei rispettivi bilanci soprattutto mediante la riduzione delle attività nei confronti di altre istituzioni creditizie residenti e non residenti. L'analisi monetaria ha pertanto fornito informazioni che vanno al di là di quelle meramente ricavabili dalle indagini finanziarie e dalla disamina dei tassi di interesse e di rendimento.*

## I INTRODUZIONE

Il ruolo dell'analisi monetaria nell'ambito della strategia di politica monetaria della BCE si fonda sulla solida relazione che intercorre fra la moneta e i prezzi nel medio-lungo periodo. La validità di tale relazione è stata comprovata per più paesi e regimi di politica monetaria e appare pertanto saldamente radicata nella struttura dell'economia<sup>1)</sup>. L'analisi monetaria aiuta di conseguenza la banca centrale a non perdere di vista gli andamenti nominali a più lungo termine, dei quali la politica monetaria è in ultima istanza responsabile. Tale aspetto assume particolare rilevanza in un periodo di turbolenza finanziaria, quando gli andamenti volatili di breve periodo rischiano di prendere il sopravvento sull'appropriata prospettiva di medio termine della politica monetaria.

I rapidi cambiamenti intervenuti nel contesto economico per effetto delle turbolenze finanziarie hanno posto ulteriori sfide analitiche tanto per l'analisi monetaria quanto per quella economica. L'approccio della BCE nella conduzione dell'ana-

lisi monetaria integra le informazioni ricavate dai modelli con un'analisi dettagliata a livello di istituzioni. Quest'ultima è stata fondamentale per affrontare alcune questioni chiave emerse nel corso degli ultimi due anni. Per quanto riguarda l'analisi monetaria, è risultato importante determinare se la tendenza monetaria di fondo collegata con gli andamenti dei prezzi nel medio-lungo periodo, di norma lenta a cambiare, abbia subito variazioni di rilievo. L'analisi presentata in questo articolo fa ritenere che, sebbene non sia possibile escludere del tutto variazioni di questo tipo, è altamente probabile che la moderazione della crescita di fondo della moneta sia stata meno pronunciata e brusca di quella osservabile nelle dinamiche monetarie.

Le turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari a partire dall'estate 2007 hanno inoltre

1) Cfr. L. Benati (2009), *Long-run evidence on money growth and inflation*, Working Paper della BCE, n. 1027. Tale caratteristica non esclude la possibilità che l'intensità della relazione sia "funzione delle politiche del governo"; cfr., ad esempio, T. Sargent e P. Surico (2008), *Monetary policies and low-frequency manifestations of the quantity theory*, Bank of England External MPC Unit Discussion Paper, n. 26.

destato un interesse per gli andamenti monetari che va al di là del loro nesso di medio-lungo periodo con l'evoluzione dei prezzi. Nel contesto di turbolenza finanziaria l'analisi dettagliata degli andamenti quantitativi della moneta e del credito si è rivelata particolarmente utile anche nell'affrontare le problematiche relative ad aspetti di natura più ciclica o transitoria, come le condizioni di finanziamento nell'arco del ciclo economico e le correzioni in atto nel settore bancario. Il presente articolo mostra che le banche hanno aggiustato le dimensioni e la composizione dei rispettivi bilanci soprattutto attraverso la riduzione delle attività nei confronti di altre istituzioni creditizie residenti e non residenti. Tale correzione non ha finora turbato le regolarità storiche dell'evoluzione dei prestiti nell'arco del ciclo economico. Al riguardo, l'esame delle quantità finanziarie, come le riserve di liquidità e i volumi dei prestiti, ha fornito elementi conoscitivi che vanno al di là delle informazioni ricavabili da un'analisi basata esclusivamente sui tassi di interesse, i rendimenti e le indagini finanziarie.

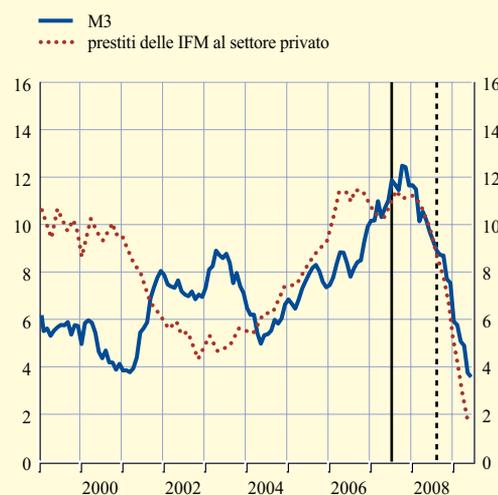
Dopo una breve descrizione degli andamenti monetari durante le turbolenze finanziarie nella sezione 2, l'articolo analizza in successione i seguenti argomenti. La sezione 3 valuta gli andamenti monetari (in particolare in una prospettiva settoriale) allo scopo di giungere a una conclusione riguardo alla possibilità di una "discontinuità" nel ritmo di fondo dell'espansione monetaria. La sezione 4 è dedicata all'interpretazione delle statistiche sui prestiti e sul credito alla luce dell'impatto delle turbolenze finanziarie. La sezione 5 illustra alcuni degli elementi conoscitivi tratti dall'analisi monetaria che sono stati utilizzati per affrontare le questioni relative alle condizioni del settore bancario. Infine, la sezione 6 fornisce alcune brevi conclusioni.

## 2 ANDAMENTI MONETARI A PARTIRE DALLO SCOPPIO DELLE TURBOLENZE NEI MERCATI FINANZIARI

Le dinamiche monetarie hanno subito considerevoli fluttuazioni a partire dagli inizi del 2007<sup>2)</sup>.

**Figura 1 M3 e prestiti delle IFM al settore privato**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

Nel periodo antecedente lo scoppio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 esse avevano acquistato notevole vigore, raggiungendo livelli storicamente elevati<sup>3)</sup>. Tale andamento è illustrato dai tassi di crescita sui dodici mesi di M3 e dei prestiti al settore privato che, alla fine del luglio 2007, si collocavano rispettivamente al 12 e 11 per cento circa (cfr. figura 1). Poiché i prestiti costituiscono una delle principali contropartite della moneta, tale rafforzamento congiunto delle dinamiche segnalava un ritmo vigoroso della crescita di fondo della moneta. Tuttavia, l'analisi indicava altresì che, a causa dell'effetto di stimolo impartito dal profilo piatto della curva dei rendimenti, la crescita effettiva di M3 a quell'epoca sovrastimava il tasso di espansione monetaria di fondo.

- 2) Le ultime osservazioni relative ai dati monetari utilizzati in questo articolo si riferiscono al secondo trimestre 2009.
- 3) Per un'analisi degli andamenti monetari fra la metà del 2004 e il primo trimestre 2007, cfr. l'articolo intitolato "L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004" nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

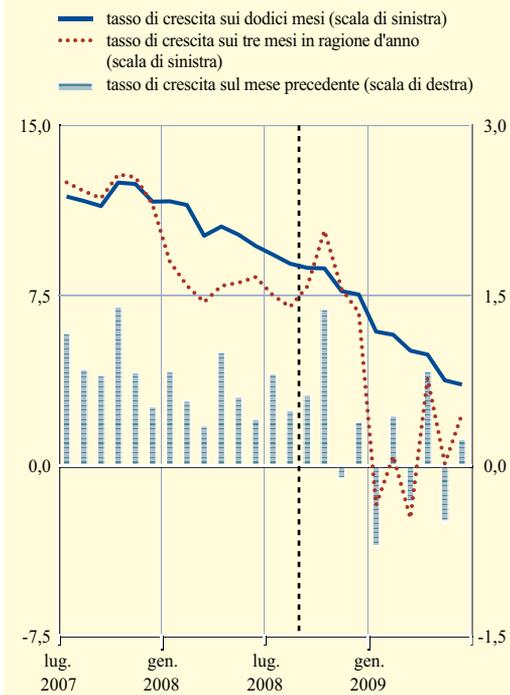
Nei primi mesi dopo lo scoppio delle turbolenze nell'agosto 2007 le dinamiche monetarie aggregate non hanno subito perturbazioni di rilievo<sup>4)</sup>. A metà 2008 l'espansione dell'aggregato monetario ampio e del credito risultava in graduale moderazione, di riflesso alla minore crescita economica e all'effetto ritardato del rialzo dei tassi di interesse e dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, ma continuava a essere vigorosa. Tuttavia, l'impatto diretto delle turbolenze finanziarie era percepibile soltanto in alcune singole componenti e contropartite di M3, come le quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario o i prestiti ad altri intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF).

A seguito del tracollo di Lehman Brothers e all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nel settembre 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio è diminuito dal 9,1 per cento nel terzo trimestre 2008 al 4,3 per cento nel secondo trimestre 2009, mentre quello dei prestiti al settore privato è sceso dal 9,1 al 2,2 per cento. Questo concomitante calo segnalava una riduzione più pronunciata dell'espansione monetaria di fondo rispetto al passato. Inoltre, l'impatto diretto delle turbolenze iniziava a farsi evidente in altre componenti e contropartite di M3, come i titoli di debito emessi e detenuti dalle IFM.

Ai fini di determinare se l'intensificarsi delle turbolenze finanziarie abbia provocato una discontinuità nel ritmo dell'espansione monetaria effettiva – e, in ultima istanza, in quella di fondo –, è possibile che la natura intrinsecamente retrospettiva dei tassi di crescita sui dodici mesi non fornisca una descrizione tempestiva delle dinamiche in esame<sup>5)</sup>. In tali circostanze potrebbe rivelarsi utile analizzare anche le dinamiche di più breve periodo, evidenziate ad esempio dal tasso di crescita sui tre mesi espresso in ragione d'anno. La figura 2 mostra che, mentre il tasso di crescita di M3 sui dodici mesi ha continuato a calare in maniera più regolare, le dinamiche di più breve periodo sono diminuite nettamente dopo l'intensificarsi delle turbolenze. Dal novembre 2008 i tassi di crescita sul mese prece-

**Figura 2 Dinamiche a più breve termine di M3**

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



Fonte: BCE.  
Nota: la linea nera tratteggiata verticale denota l'intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari successivamente al tracollo di Lehman Brothers.

dente hanno oscillato in modo piuttosto erratico intorno allo zero, segnalando nel complesso una battuta d'arresto dell'espansione monetaria che si è protratta fino a metà 2009. Il tasso di crescita sui tre mesi in ragione d'anno attenua parte di questa volatilità ed evidenzia più chiaramente che il ritmo dell'espansione monetaria era inferiore rispetto al periodo antecedente il fallimento di Lehman Brothers.

- 4) Cfr. il riquadro intitolato *L'impatto delle tensioni del mercato finanziario sugli andamenti monetari* nel Rapporto annuale 2008 della BCE.
- 5) In un contesto in rapida evoluzione, il tasso di crescita sui dodici mesi potrebbe risultare un indicatore relativamente retrospettivo degli andamenti, dal momento che mette a confronto l'osservazione corrente con quella di un anno prima e aggrega pertanto le variazioni recenti e quelle passate attribuendo loro lo stesso peso. Limitandosi al passato recente, gli indicatori delle dinamiche a più breve termine non risentono di questo problema, ma potrebbero essere maggiormente soggette a "rumore".

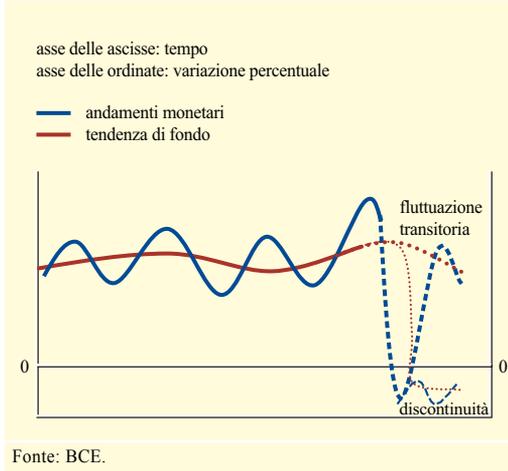
### 3 ANALISI DEGLI ANDAMENTI MONETARI DURANTE LA TURBOLENZA FINANZIARIA

#### 3.1 LE DINAMICHE MONETARIE OSSERVATE E QUELLE DI FONDO NEL PERIODO DI TURBOLENZA FINANZIARIA

L'intensificarsi della turbolenza finanziaria nel settembre 2008 poteva segnare un punto di svolta nelle dinamiche monetarie. L'analisi monetaria si trovava pertanto nella necessità di monitorare e valutare in tempo reale se le brusche variazioni degli andamenti monetari rappresentassero soltanto un episodio transitorio o potessero invece configurarsi come un cambiamento duraturo con esiti deflazionistici. La figura 3 fornisce un'illustrazione di tale problematica a livello concettuale. In tempi "normali" il tasso dell'espansione monetaria di fondo, che fornisce il segnale rilevante per i rischi alla stabilità dei prezzi, varia lentamente, facilitando così l'estrazione del segnale. Durante un episodio di forte espansione e successivo rallentamento diventa invece più difficile fare inferenza sulle regolarità storiche passate. Sulla base delle informazioni disponibili in un dato momento, l'analisi monetaria deve determinare se le oscillazioni insolitamente ampie della crescita osservata della moneta rappresentino un punto di discontinuità rispetto alla crescita monetaria di fondo – e riflettano un processo aggressivo e duraturo di correzione dei bilanci da parte di banche, imprese e famiglie – o piuttosto un episodio che, possibilmente anche grazie all'impatto degli interventi pubblici e di forze endogene di stabilizzazione, si rivelerà transitorio e privo di effetti per la crescita monetaria di fondo. In ultima istanza, tale valutazione è necessaria al fine di stabilire se un siffatto andamento andrà o meno a influenzare l'economia reale e i prezzi.

La nozione di espansione monetaria di fondo guarda al di là della quantità di moneta detenuta per considerazioni temporanee relative al reddito, configurazione dei tassi di interesse e incertezza. Ad esempio, l'incertezza aggiuntiva presente in un periodo di turbolenza finanziaria rende importante analizzare se siano avvenute

Figura 3 Il segnale proveniente dagli andamenti monetari durante il periodo di turbolenza dei mercati finanziari



ricomposizioni di portafoglio straordinarie a favore o a scapito della moneta poiché, in tal caso, le informazioni sull'andamento dei prezzi ricavabili dalle dinamiche monetarie osservate risulterebbero temporaneamente offuscate. Un'analisi monetaria dettagliata dell'aggregato monetario ampio incentrata sulle singole componenti e sui settori assume un ruolo particolarmente importante in tali situazioni, poiché l'impatto dell'incertezza e delle variazioni dei tassi di interesse si avverte di norma in modo molto diverso a seconda delle componenti e dei settori. Ad esempio, durante il periodo di forti ricomposizioni di portafoglio motivate dall'incertezza fra il 2001 e il 2003 gran parte delle riallocazioni è stata assorbita dalla componente degli strumenti negoziabili, cui è stato pertanto dato minor peso al momento di valutare il vigore dell'espansione monetaria di fondo in base agli andamenti di M3. Analogamente, in una prospettiva settoriale la quantità di moneta detenuta dalle imprese evidenzia di norma un comportamento più marcatamente ciclico di quella detenuta dalle famiglie, il che può rendere opportuno attribuire maggior peso a queste ultime al momento di valutare il vigore dell'espansione monetaria di fondo a partire dagli andamenti di M3. Un'analisi monetaria dettagliata dovrebbe pertanto prendere in considerazione varie prospettive distinte al fine di giungere a una valutazione della crescita monetaria di fondo.

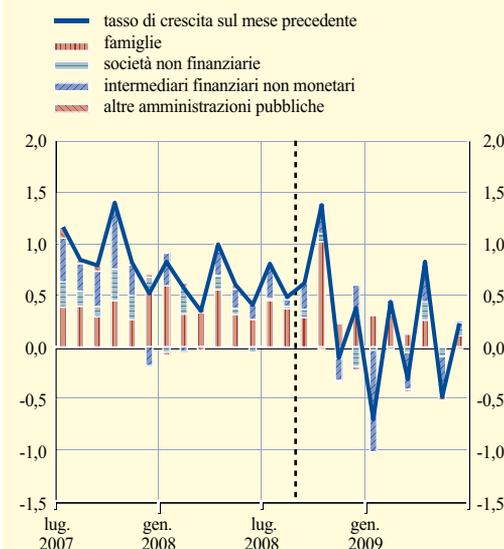
### 3.2 GLI ANDAMENTI MONETARI NEL PERIODO DI TURBOLENZA FINANZIARIA: LA PROSPETTIVA SETTORIALE

Nella presente sezione viene utilizzata la scomposizione degli andamenti monetari aggregati in base alla quantità di moneta detenuta dai singoli settori al fine di illustrare come la prospettiva settoriale possa contribuire a meglio comprendere il vigore relativo delle forze all'origine degli andamenti di M3 nel suo complesso e quindi a valutare le dinamiche monetarie di fondo. L'analisi settoriale potrebbe rivelarsi particolarmente informativa nel contesto delle recenti turbolenze, poiché è altamente probabile che le normali differenze nella domanda di moneta dei vari settori siano state esacerbate dal contesto in rapida evoluzione. La figura 4 mostra le differenze sostanziali fra le dinamiche monetarie dei singoli settori. Gli intermediari finanziari non monetari hanno contribuito in maniera significativa e sproporzionata alla diminuzione della crescita di M3, mentre il settore delle famiglie ha continuato ad accumulare attività monetarie, sebbene a ritmi più moderati. Intorno al volgere dell'anno le imprese non finanziarie hanno ceduto attività monetarie, dopo aver ridimensionato l'accumulo di riserve di liquidità a partire dagli inizi del 2008.

Il diverso comportamento dei vari settori riflette la diversa importanza relativa delle principali determinanti della domanda di moneta, ossia l'attività economica, l'andamento dei tassi di interesse e l'incertezza<sup>6)</sup>. Ciò comporta la presenza di differenze nei tempi e nell'entità della correzione di fronte alle variazioni di tali determinanti. Tipicamente, di fronte al mutare della situazione economica il settore delle famiglie aggiusta la quantità di moneta detenuta in maniera lenta e persistente, mentre la domanda degli intermediari finanziari non monetari è molto più sensibile al ciclo economico e alle variazioni dei tassi di rendimento relativi<sup>7)</sup>. Quanto al settore delle imprese non finanziarie, dal momento che esso comprende sia società di grandi dimensioni con prassi di gestione della liquidità simili a quelle delle società finanziarie, sia imprese minori più simili alle famiglie in termini di sofisticatezza

**Figura 4 Scomposizione settoriale del tasso di crescita di M3 sul mese precedente**

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: la linea nera tratteggiata verticale denota l'intensificarsi delle turbolenze nei mercati finanziari successivamente al tracollo di Lehman Brothers.

finanziaria, la sua domanda di moneta si trova a metà strada fra questi due poli opposti. Al fine di analizzare in maggiore dettaglio le diverse dinamiche monetarie settoriali, appare opportuno esaminare la quantità di moneta detenuta in base alle principali determinanti della domanda.

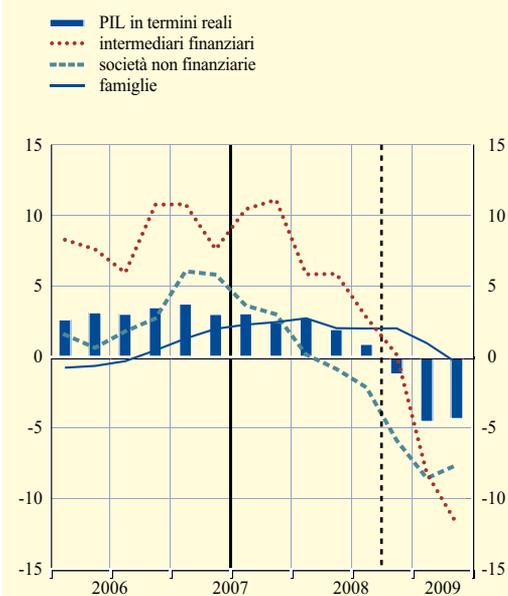
#### IL RUOLO DELL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le turbolenze finanziarie si sono accompagnate a un calo dell'attività economica nell'area dell'euro, che ha trovato riflesso anche in una moderazione del tasso di crescita delle attività

- 6) Cfr. l'articolo intitolato *La domanda settoriale di moneta: determinanti e andamenti recenti* nel numero di agosto 2006 di questo Bollettino.
- 7) Per un'analisi comparata della domanda settoriale di moneta, cfr. J. von Landesberger (2007), *Sectoral money demand models for the euro area based on a common set of determinants*, Working Paper della BCE, n. 741; P. Jain e C.-G. Moon (1994), "Sectoral money demand: a co-integration approach", *Review of Economics and Statistics*, pagg. 196-201; e A. Brighden, A. Chrystal e P. Mizen (2000), "Money, lending and spending: a study of the UK non-financial corporate sector and households", *Bank of England Quarterly Bulletin*, maggio, pagg. 159-167.

**Figura 5 Domanda settoriale di M3 e PIL in termini reali**

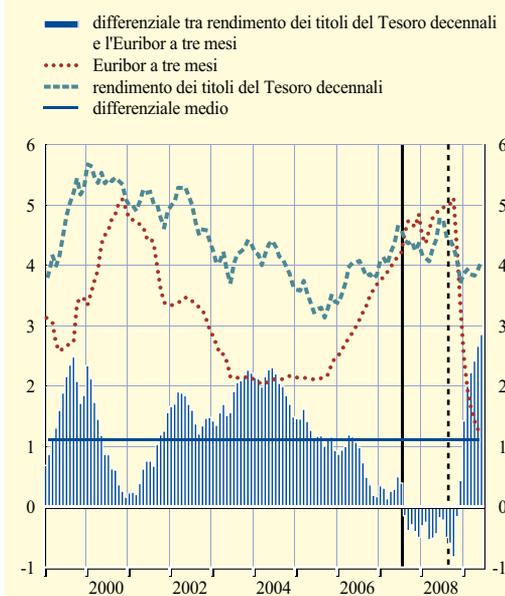
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: stime della BCE ed Eurostat.  
 Note: alla domanda stimata di M3 di ciascun settore si è sottratta la media nel periodo 1999-2009 per facilitare la presentazione del grafico. Le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

**Figura 6 Tassi di interesse a breve e a lungo termine**

(percentuali annue; differenziale in punti percentuali)



Fonti: BCE e Reuters.  
 Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

monetarie. Tale effetto emerge con particolare evidenza nel tasso di crescita sui dodici mesi della quantità di M3 detenuta dalle imprese non finanziarie (cfr. figura 5), tendenzialmente determinata dalla componente ciclica dell'attività economica generale misurata, ad esempio, dal valore aggiunto lordo. La domanda di M3 delle famiglie ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, in linea con la più lenta correzione di fronte alle mutate condizioni economiche che potrebbe risultare dagli andamenti tipicamente più stabili del reddito disponibile rispetto a quelli dell'attività economica generale.

### IL RUOLO DELLA CONFIGURAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE

L'intensificazione della turbolenza e l'incisiva reazione della politica monetaria hanno provocato una decisa variazione dei tassi di interesse, accentuando l'inclinazione della curva dei ren-

dimenti (cfr. figura 6). La conseguente variazione del costo opportunità di detenere moneta ha indotto una ricomposizione dei portafogli a favore delle attività non monetarie, attenuando così la crescita di M3. In particolare, la crescita della quantità di moneta detenuta dagli intermediari finanziari, che, in generale, è determinata dalle caratteristiche di liquidità, rendimento e rischio di un'ampia gamma di attività, ha fortemente risentito della riconfigurazione dei tassi di interesse<sup>8)</sup>.

8) Il calo della domanda di M3 da parte degli intermediari finanziari non monetari nel gennaio 2009 ha risentito di una transazione puramente finanziaria collegata alla modifica della struttura dei veicoli di finanziamento di un grande gruppo bancario dell'area dell'euro, la quale è risultata in una flessione dei depositi a scadenza degli AIF ricompresi in M3 e in un aumento commisurato dei depositi a più lungo termine degli AIF non ricompresi in M3. Al netto di questa transazione il calo risulterebbe minore, ma continuerebbe a essere evidente una dismissione eccezionale di attività monetarie da parte del settore.

Inoltre, nei mesi recenti i tassi di interesse sui depositi a breve termine hanno risposto in maniera molto più rapida al calo dei tassi di interesse a breve termine del mercato monetario rispetto a quelli sui prestiti a breve termine. Di conseguenza, alcune imprese non finanziarie che in passato avevano ritenuto conveniente investire in attività monetarie parte dei fondi ricevuti in prestito, costituendo in tal modo riserve di liquidità, hanno reagito alla nuova conformazione dei tassi attingendo a tali riserve al fine di ridurre i prestiti contratti presso le IFM<sup>9)</sup>. Infine, la reazione della domanda di moneta del settore delle famiglie di fronte alle variazioni osservate nei costi opportunità è stata lenta.

#### IL RUOLO DELL'INCERTEZZA

È possibile che le determinanti della domanda di moneta sopra considerate forniscano una spiegazione soltanto parziale del comportamento delle famiglie, che potrebbe essere influenzato in misura significativa anche da motivazioni di natura precauzionale. La turbolenza finanziaria ha accresciuto l'incertezza delle famiglie circa gli andamenti finanziari ed economici futuri, spingendo potenzialmente la loro domanda di moneta oltre il livello giustificato dagli andamenti del reddito e dei tassi di interesse<sup>10)</sup>. Fra gli indicatori utili a valutare il livello di incertezza delle famiglie riguardo al contesto economico figurano il livello della disoccupazione nonché il clima di fiducia delle famiglie, che nell'area dell'euro si è fortemente deteriorato all'indomani del tracollo di Lehman Brothers.

Per quanto concerne l'importanza relativa di queste determinanti per le dinamiche monetarie, l'analisi del periodo antecedente lo scoppio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 indica come l'impatto di stimolo dei tassi di interesse abbia fatto sì che la crescita osservata di M3 sovrastimasse il ritmo di espansione monetaria di fondo<sup>11)</sup>. Nel periodo successivo allo scoppio delle turbolenze e sino alla fine del terzo trimestre 2008 le dinamiche monetarie hanno risentito fortemente delle riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie, motivate dalla configurazione dei tassi di interesse più che da decisioni di riallocazione straordinarie innescate dall'accre-

sciuta incertezza<sup>12)</sup>. Tuttavia, dato che entrambi gli effetti avrebbero agito nella stessa direzione durante questo periodo, risulta difficile isolare l'impatto di ciascuno di essi. Per quanto riguarda il periodo successivo all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie alla fine del terzo trimestre 2008, l'analisi sembrerebbe indicare un aumento dell'impatto relativo agli effetti di fiducia per la domanda di M3 delle famiglie, rilevabile, fra l'altro, in un deciso aumento *una tantum* delle banconote in circolazione. La stessa analisi porta nondimeno a ritenere che questo possibile effetto di stimolo sia stato più che compensato dall'effetto frenante, considerevolmente più vigoroso, impartito dalla configurazione dei tassi di interesse e rilevabile nei cospicui deflussi di fondi dai depositi a scadenza a breve termine<sup>13)</sup>. Complessivamente, nel corso del periodo di turbolenza finanziaria la domanda settoriale di moneta ha subito una correzione in linea con quanto prevedibile sulla base dell'evoluzione delle sue principali determinanti e delle regolarità storiche.

#### 3.3 VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE DINAMICHE MONETARIE

È probabile che durante il periodo di turbolenza finanziaria il calo della crescita aggregata di M3 abbia sovrastimato la diminuzione del tasso di espansione monetaria di fondo. L'analisi dettagliata della domanda settoriale di moneta illustra

9) Per un'analisi più dettagliata, cfr. il riquadro intitolato *Alcune considerazioni sulle principali determinanti dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie* nel numero di 2009 di questo Bollettino.

10) Sulla relazione generale fra domanda di moneta e incertezza, cfr. l'articolo intitolato *Domanda di moneta e incertezza* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

11) Per una valutazione delle forze influenti sugli andamenti monetari nel periodo precedente le turbolenze finanziarie, cfr. l'articolo intitolato *L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004* nel numero di luglio 2007 di questo Bollettino.

12) Per i dettagli dell'analisi, cfr. il riquadro intitolato *Identificazione delle riallocazioni straordinarie di portafoglio verso attività monetarie durante il periodo di turbolenze nei mercati finanziari* nel numero di gennaio 2009 di questo Bollettino.

13) In base alle stime, se il clima di fiducia fosse rimasto invariato rispetto al livello del terzo trimestre 2008 il flusso di M3 delle famiglie durante il periodo sarebbe risultato del 15 per cento circa inferiore. Per contro, le stesse stime indicano che se la configurazione dei tassi di interesse fosse rimasta invariata essa avrebbe accresciuto il flusso di M3 delle famiglie di circa il 45 per cento.

come tale calo sia ascrivibile ai settori delle imprese finanziarie e non finanziarie, le quali sono state particolarmente colpite dalle turbolenze finanziarie. Nel contempo, la quantità di M3 detenuta dalle famiglie – la quale ha un legame più solido e immediato con l’inflazione dei prezzi al consumo rispetto alla quantità di M3 del settore delle imprese – continua ad evidenziare una crescita più robusta.

L’aggregazione degli andamenti monetari relativi a settori o a componenti diversi comporta una riduzione dell’importanza degli elementi idiosincratici, tenendo in conto gli effetti di sostituzione, e permette di porre in risalto la tendenza monetaria di fondo che fornisce il segnale relativo ai rischi di medio-lungo periodo per la stabilità dei prezzi. L’analisi presentata in questo articolo indica che, sebbene non si possa completamente escludere la possibilità di una discontinuità, è altamente probabile che la moderazione della tendenza monetaria di fondo sia stata meno pronunciata e brusca di quella delle dinamiche monetarie osservate. Di conseguenza, essa indica attualmente deboli spinte inflazionistiche, ma non lascia presagire un esito deflazionistico.

Un’ulteriore considerazione che entra in gioco nella valutazione di eventuali implicazioni deflazionistiche del forte calo nella crescita osservata di M3 attiene al livello di liquidità monetaria accumulata negli ultimi anni. Al riguardo, va notato che occorrerebbe un protratto periodo di espansione monetaria contenuta o persino negativa per eliminare i saldi monetari in eccesso. In mancanza di tale correzione, l’attuale liquidità accumulata nell’area dell’euro sarà ancora presente al momento del recupero dell’economia e dei mercati finanziari e potrebbe indurre una ripresa delle pressioni sia sui prezzi al consumo sia sui corsi azionari.

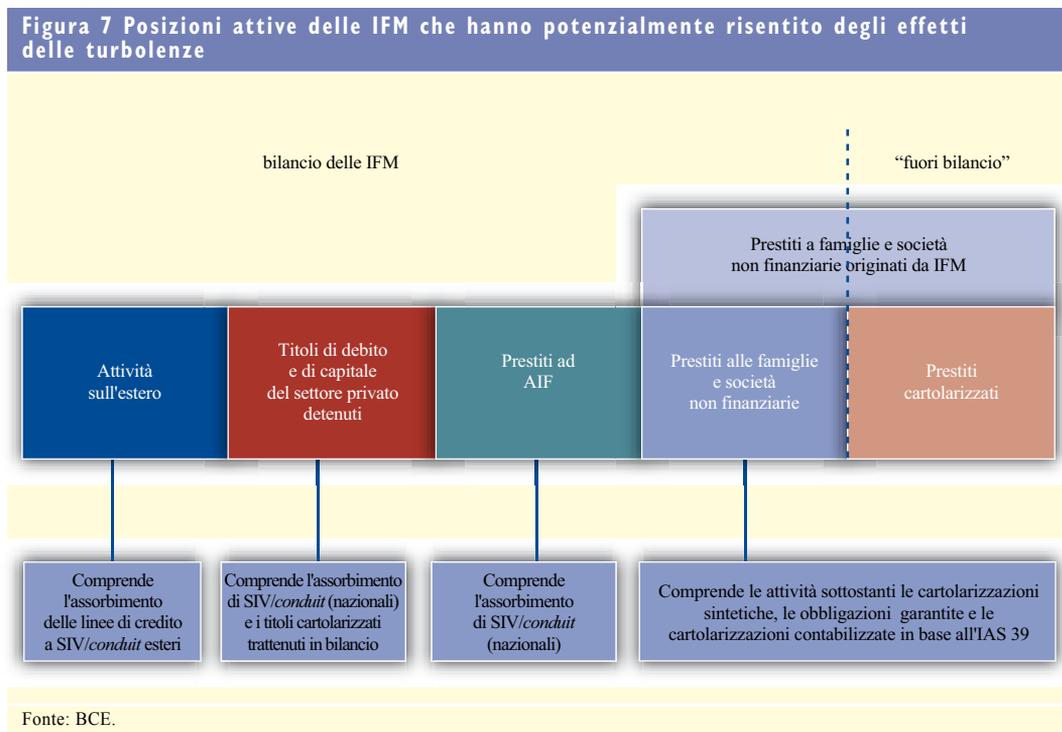
#### **4 INTERPRETAZIONE DEGLI AGGREGATI RELATIVI AI PRESTITI E AL CREDITO DURANTE LE TURBOLENZE FINANZIARIE**

Nel corso del periodo di turbolenza finanziaria gli andamenti della moneta e del credito alle frequenze cicliche e superiori hanno fornito utili

elementi conoscitivi riguardo alla disponibilità di credito alle famiglie e alle imprese e, più specificamente, alla questione dell’eventualità che le turbolenze abbiano intaccato la disponibilità di credito bancario a favore dei settori non finanziari in misura maggiore rispetto a quanto avrebbe fatto l’inasprimento delle condizioni finanziarie normalmente atteso con l’avanzare del ciclo economico. Nella fase iniziale di turbolenza i dati osservati relativi al credito non sembravano confermare siffatta eventualità, dal momento che la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato non finanziario e, in particolare, alle imprese rimaneva sostenuta. Tuttavia, si riteneva che vari fattori economici e statistici potessero nascondere l’effetto delle turbolenze sulla disponibilità di finanziamenti ai settori non finanziari.

L’analisi monetaria di ampio respiro condotta presso la BCE ha reso possibile valutare l’effettiva rilevanza di tali fattori nell’area dell’euro dopo lo scoppio delle turbolenze finanziarie. Ad esempio, nella prima fase delle turbolenze alcuni osservatori del mercato finanziario sostenevano che il protratto vigore del credito al settore privato non finanziario nell’area dell’euro fosse il risultato della presunta ridotta disponibilità di finanziamenti basati sul mercato, alla quale le società non finanziarie avrebbero fatto fronte accrescendo i fondi mutuati dalle banche, in parte mediante un maggiore ricorso alle linee di credito esistenti. Di conseguenza, si pensava che i dati sui prestiti delle IFM alle imprese risultassero gonfiati da effetti di sostituzione, mentre il totale effettivo dei nuovi finanziamenti alle imprese non finanziarie in realtà stesse ristagnando. Un’analisi più completa dell’ammontare di finanziamenti resi disponibili alle imprese non finanziarie ha confutato tale ipotesi. Più specificatamente, i dati a livello di area dell’euro segnalavano una lieve moderazione del flusso di finanziamenti alle società non finanziarie causato dagli andamenti delle emissioni di titoli di debito e di capitale, il quale, tuttavia, non lasciava spazio per effetti di sostituzione di rilievo.

Un’altra ipotesi che ha ricevuto considerazione sosteneva che il vigore del credito delle IFM al settore privato non finanziario fosse fuorviante



poiché dovuto a effetti di “re-intermediazione”. La figura 7 fornisce una rappresentazione semplificata delle varie posizioni di bilancio delle IFM che potrebbero aver favorito tali effetti. Ad esempio, l’ipotesi affermava che, a causa del prosciugamento del mercato degli *asset-backed commercial paper*, le istituzioni creditizie si sarebbero trovate costrette a fornire sostegno agli emittenti di tali strumenti (come gli *structured investment vehicles* o SIV), rientranti nella categoria degli AIF. Tale sostegno avrebbe assunto la forma di prestiti tradizionali o comportato l’assorbimento di attività dei SIV precedentemente cartolarizzate. All’interno del bilancio delle IFM esso avrebbe dovuto tradursi in teoria in una variazione delle posizioni a fronte di prestiti ad AIF, titoli di debito detenuti o attività sull’estero, ma i dati effettivi mostrano che l’eventuale impatto esercitato è stato al massimo marginale.

I dati sui prestiti potrebbero inoltre essere stati distorti dall’incapacità delle banche di trasferire le corrispondenti attività al di fuori dei propri bilanci, data la chiusura di fatto del mercato della cartolarizzazione<sup>14)</sup>. Di conseguenza, i

prestiti sarebbero rimasti nei bilanci delle banche, gonfiando i dati relativi all’attività di credito. L’esame dettagliato condotto a livello di istituzioni nel contesto dell’analisi monetaria rivela, tuttavia, che a causa dell’applicazione degli International Financial Reporting Standards ai fini delle segnalazioni statistiche in alcuni paesi dell’area dell’euro dove la cartolarizzazione *pro soluto* era particolarmente diffusa, gran parte dei prestiti ceduti nell’ambito di tali operazioni erano rimasti in pratica nei bilanci delle istituzioni creditizie *originator*<sup>15)</sup>.

14) Per una spiegazione dei potenziali effetti della cartolarizzazione sui dati relativi ai prestiti delle IFM, cfr. il riquadro intitolato *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull’analisi monetaria nell’area dell’euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

15) In base ai principi contabili applicabili (IAS 39, Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione), devono essere soddisfatte varie condizioni specifiche al fine di poter procedere all’eliminazione contabile di un’attività dal bilancio di un’entità segnalante, fra cui il trasferimento di sostanzialmente tutti i rischi e dei flussi di reddito collegati all’attività. In pratica, nelle operazioni di cartolarizzazione *pro soluto* solo raramente queste condizioni vengono soddisfatte, dal momento che l’*originator* trattiene di norma tranches di titoli emessi con maggior grado di subordinazione. Cfr. anche il riquadro intitolato *L’importanza degli standard contabili per l’interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino.

Nei paesi dove i criteri contabili consentivano la rimozione di tali prestiti dal bilancio, il flusso di prestiti rimossi dopo l'agosto 2007 è risultato positivo, in parte anche a causa di operazioni di *retained securitisation*, in base alle quali i titoli emessi nell'ambito della cartolarizzazione sono stati acquistati dalle IFM stesse. Alla luce di entrambe queste circostanze, l'ipotesi non pare in grado di spiegare la robustezza dell'attività di prestito al settore privato non finanziario, che si può pertanto considerare autentica.

A seguito dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato non finanziario ha accentuato il proprio calo e a metà 2009 si è portato su livelli storicamente bassi. Nel valutare tale diminuzione non va dimenticato che anche l'attività economica ha subito una flessione eccezionale, la quale avrebbe in ogni caso frenato la domanda di prestiti. Al riguardo, malgrado le pressioni avvertite dalle IFM durante le turbolenze, gli andamenti osservati finora nei prestiti settoriali si sono dimostrati in linea con le regolarità storiche nell'arco del ciclo economico<sup>16</sup>. Nel contempo, è probabile che le pressioni sulle condizioni di bilancio delle istituzioni creditizie abbiano contribuito all'evoluzione dei prestiti durante il periodo di turbolenza.

Nell'ottica della politica monetaria la distinzione fra le varie forze che agiscono sugli andamenti aggregati del credito facilita l'individuazione degli interventi di *policy* necessari, dal momento che la risposta più appropriata potrebbe variare considerevolmente a seconda che si tratti di una minore domanda di prestiti, di un deterioramento dei bilanci dei mutuatari o di tensioni relative ai bilanci delle banche e al costo dei fondi. Mentre nei casi relativi alle condizioni dei mutuatari potrebbe essere opportuno ridurre i tassi ufficiali, al fine di contrastare un grave deterioramento dei bilanci dei prestatori risulterebbe invece fondamentale fornire un ammontare sufficiente di liquidità, eventualmente accompagnato da ulteriori interventi da parte dei governi, come il rilascio di garanzie sul debito bancario e iniezioni di capitale.

Una sfida particolarmente rilevante risiede nella valutazione dell'importanza degli andamenti dell'attività economica generale per l'attività di prestito complessiva delle IFM per quanto riguarda da un lato la domanda di prestiti e il merito di credito dei mutuatari e dall'altro le imminenti tensioni per le banche sui bilanci e sul costo dei finanziamenti. Dal momento che tutte queste determinanti sono strettamente collegate e interdipendenti, è impossibile operare una netta distinzione. Ad esempio, le variazioni dell'attività economica influiscono anche sui bilanci e sui costi di finanziamento delle banche, con potenziali ripercussioni sulla loro capacità e disponibilità a concedere credito. A sua volta, ciò può tradursi in un inasprimento delle condizioni di prestito, che induce un corrispondente calo della domanda di prestiti. Considerati tali legami endogeni fra le diverse determinanti dell'attività di credito delle banche, gli approcci empirici volti a isolarle possono servire unicamente a fornire indicazioni approssimative<sup>17</sup>.

## **5 ELEMENTI CONOSCITIVI FORNITI DALL'ANALISI MONETARIA RIGUARDO AL COMPORTAMENTO DEL SETTORE BANCARIO**

Al fine di ottenere una comprensione esauriente delle forze che impattano sul credito bancario è utile inquadrare l'analisi in un contesto più ampio che tenga conto anche delle informazioni dettagliate sia sul finanziamento delle istituzioni creditizie sia sulla riduzione del loro grado di leva finanziaria ricavabili dal bilancio delle IFM, il quale viene esaminato periodicamente nell'ambito dell'analisi monetaria. Questa sezione affronta in successione questi due aspetti.

16) Cfr. anche i riquadri intitolati *Il profilo ciclico dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2007 di questo Bollettino e *I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

17) Per una trattazione esaustiva dell'offerta di prestiti nell'ottica della politica monetaria, cfr. l'articolo intitolato *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

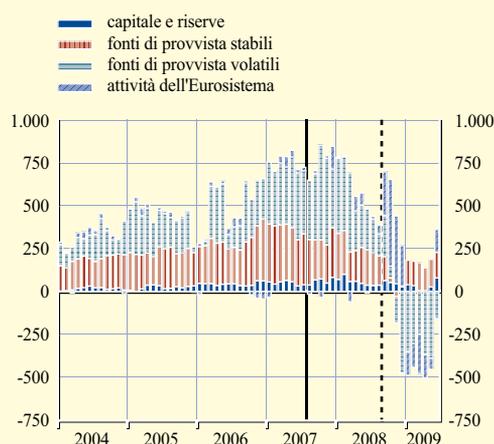
## IL FINANZIAMENTO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE

Al fine di monitorare il finanziamento delle istituzioni creditizie, come spiegato nel riquadro intitolato *Il bilancio delle IFM nel contesto di turbolenza finanziaria: rappresentazione aggregata e rappresentazione consolidata a confronto*, risulta utile esaminare la rappresentazione aggregata del bilancio delle IFM, che consente di determinare le posizioni che le IFM detengono l'una nei confronti dell'altra. L'analisi dettagliata di tale rappresentazione va ben oltre il monitoraggio degli aggregati monetari, ma forma parte integrante dell'analisi monetaria di ampio respiro condotta periodicamente.

Le istituzioni creditizie finanziano i rispettivi bilanci in base a un sistema a più strati, che poggia le basi sul capitale e le riserve. I depositi e i titoli di debito a lungo termine posseduti dal settore detentore di moneta e dai non residenti formano – nella misura in cui rappresentano una fonte di provvista stabile o di lungo periodo – lo strato successivo. Un'ultima fonte di fondi è data da varie passività a più breve termine, come i titoli di debito e i depositi a breve scadenza collocati dagli intermediari finanziari non monetari, i quali sono utilizzati in maniera dinamica per coprire tempestivamente il fabbisogno di circolante e tendono a essere volatili. La figura 8 evidenzia l'andamento di queste fonti di finanziamento illustrando come, prima dello scoppio delle turbolenze, tali fonti volatili avessero assunto un ruolo preponderante. Ad esempio, la turbolenza finanziaria ha influito negativamente sulla prevedibilità dei flussi di cassa, generando a sua volta un fabbisogno di finanziamento addizionale. Nella fase iniziale di turbolenza questa domanda aggiuntiva sembra essere stata soddisfatta mediante l'accresciuto ricorso alle fonti di provvista a breve termine. Benché sembrino aver dato prova di discreta tenuta dopo il fallimento di Lehman Brothers, i finanziamenti provenienti dalle fonti stabili non hanno potuto essere aumentati in misura sufficiente a compensare i prelievi effettuati a valere sulle fonti a breve termine, inducendo l'Eurosistema a intervenire fornendo i finanziamenti necessari nell'immediato.

**Figura 8** Principali passività delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro

(flussi a tre mesi in miliardi di euro; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



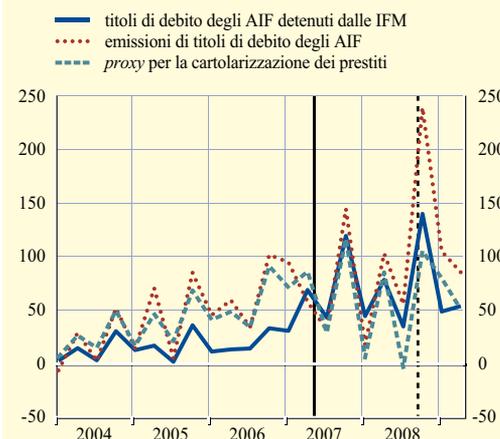
Fonti: BCE e Reuters.

Note: le segnalazioni provengono dal settore delle IFM escluso l'Eurosistema. Le fonti di provvista stabili comprendono i depositi dei settori non finanziari escluse le amministrazioni centrali, i depositi a più lungo termine degli intermediari finanziari non monetari, i depositi dei soggetti non bancari non residenti e i titoli di debito delle IFM con scadenza superiore a un anno. Le fonti di provvista volatili comprendono i depositi delle IFM escluso l'Eurosistema, i depositi a breve termine degli intermediari finanziari non monetari, i depositi delle amministrazioni centrali, i depositi delle banche non residenti e i titoli di debito delle IFM con scadenza fino a un anno. Le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

Un'altra opzione a disposizione per coprire il fabbisogno di finanziamento è quella di liquidare le attività esistenti anziché contrarre nuove passività. Nel periodo antecedente lo scoppio delle turbolenze finanziarie la dismissione di attività e la cartolarizzazione avevano acquisito sempre maggiore importanza quali fonti di provvista, ma le turbolenze hanno portato alla chiusura di questi mercati. Tuttavia, i dati provenienti dai bilanci delle IFM indicano che le istituzioni creditizie hanno continuato a effettuare operazioni di cartolarizzazione al fine di procurarsi attività da stanziare in garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema, tramite operazioni di cartolarizzazione con le quali i titoli emessi sono trattenuti dalla banca originante (*retained securitisation*). Il finanziamento consistente fornito dall'Eurosistema ha sostituito, in parte, anche i fondi ottenuti dalle IFM mediante operazioni di cartolarizzazione effettuate sul mercato. L'analisi monetaria

**Figura 9 Attività di cartolarizzazione nell'area dell'euro**

(flussi trimestrali in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)

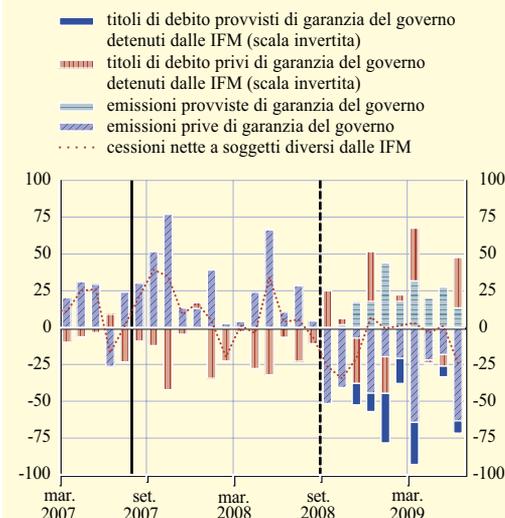


Fonte: BCE.

Nota: la proxy per la cartolarizzazione dei prestiti comprende l'eliminazione contabile dei prestiti e i depositi a scadenza con durata di oltre un anno detenuti dagli AIF. Questi ultimi sono tipicamente destinati alla contro-rilevazione delle operazioni di cartolarizzazione non eliminate contabilmente. Le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

**Figura 10 Emissione e acquisto di titoli di debito a breve termine delle IFM**

(flussi in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)

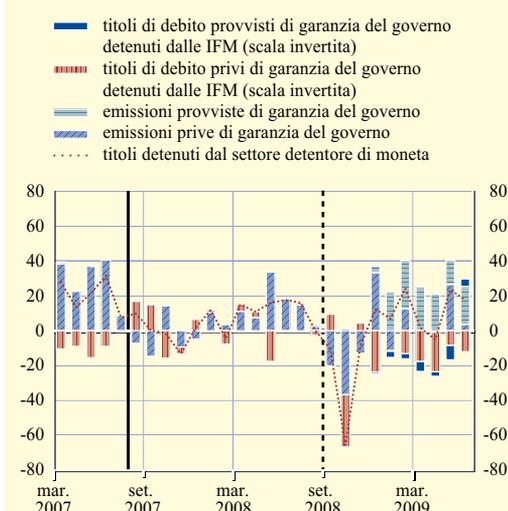


Fonti: BCE e stime della BCE.

Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

**Figura 11 Emissione e acquisto di titoli di debito a più lungo termine delle IFM**

(flussi in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

ha evidenziato la mutevole natura di queste operazioni<sup>18)</sup>. Essa trova riflesso nel fatto che durante il periodo di turbolenza finanziaria gli acquisti di titoli emessi da AIF effettuati da parte delle IFM hanno ricalcato molto da vicino l'attività di cartolarizzazione, mentre nel periodo precedente, quando i mercati erano ancora aperti, sussisteva una chiara discrepanza e gli acquisti delle IFM risultavano inferiori al flusso delle cartolarizzazioni (cfr. figura 9).

Dopo l'intensificarsi delle turbolenze il finanziamento delle istituzioni di credito è stato agevolato anche dalle misure intraprese dai governi dell'area dell'euro, i quali, fra l'altro, hanno istituito programmi di garanzia a favore dei titoli di debito emessi dalle IFM<sup>19)</sup>. Le figure 10 e 11

18) Cfr. il riquadro intitolato *L'effetto della cartolarizzazione tradizionale pro soluto sui recenti andamenti dei prestiti delle IFM* nel numero di settembre 2008 di questo Bollettino.

19) Cfr. il riquadro intitolato *Riflessi delle misure adottate dai governi a sostegno del sistema finanziario sui bilanci delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

mostrano che l'introduzione delle garanzie pubbliche a sostegno dei titoli di debito bancari ha alimentato le emissioni sia a breve sia a lungo termine delle istituzioni creditizie. Alcune di queste emissioni sono state acquistate dalle IFM stesse, mentre i soggetti diversi dalle IFM, sia residenti nell'area dell'euro sia non residenti, hanno ridotto l'ammontare dei titoli delle IFM detenuti. Ciò farebbe ritenere che un sottoinsieme di istituzioni ha beneficiato dell'introduzione del provvedimento. Tuttavia, nel periodo a partire dall'ottobre 2008 la raccolta del settore delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro effettuata mediante l'emissione di titoli di debito

nei confronti di soggetti diversi dalle IFM è stata negativa per quanto riguarda i titoli a breve scadenza e solo leggermente positiva per quelli a più lunga scadenza.

Nel complesso le istituzioni creditizie si sono confrontate con difficoltà significative nel finanziamento dei propri bilanci, considerato il prosciugarsi delle fonti volatili provenienti dal mercato e dal settore finanziario. Al tempo stesso, fonti più stabili di provvista, come i depositi delle famiglie e delle società non finanziarie, hanno continuato a sostenere l'attività di credito all'economia dell'area dell'euro.

#### Riquadro

### IL BILANCIO DELLE IFM NEL CONTESTO DI TURBOLENZA FINANZIARIA: RAPPRESENTAZIONE AGGREGATA E RAPPRESENTAZIONE CONSOLIDATA A CONFRONTO

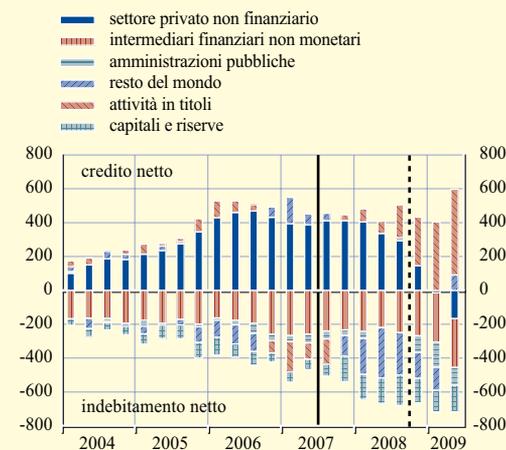
L'analisi monetaria della BCE si basa sulle statistiche relative al bilancio delle IFM dell'area dell'euro. In tale contesto, due rappresentazioni del bilancio delle IFM periodicamente monitorate si sono rivelate informative e vengono illustrate in questo riquadro.

Il bilancio consolidato del settore delle IFM sottrae dalla somma dei bilanci di tutte le IFM dell'area dell'euro le posizioni fra le IFM, in modo da dare rilievo al credito totale a favore dei soggetti diversi dalle IFM e ai finanziamenti ricevuti da questi stessi. Nel contesto delle turbolenze finanziarie, tuttavia, sono precisamente le posizioni fra IFM ad aver assunto rilevanza analitica, per cui è stata dedicata maggiore attenzione al bilancio aggregato del settore delle IFM.

Al fine di illustrare il ruolo di intermediazione del settore delle IFM dell'area dell'euro, la figura presenta, sulla base del bilancio consolidato del settore, la posizione creditoria netta (misurata come differenza fra i prestiti erogati e i fondi ricevuti in deposito) del settore delle IFM nei confronti delle sue principali controparti. La figura mostra come il settore delle IFM dell'area dell'euro conceda finanziamenti soprattutto al settore privato non finanziario e finanzia la propria attività mediante i depositi ricevuti dagli intermediari finanziari non monetari e dalle amministrazioni pubbliche, nonché mediante

**Figura Posizione creditoria netta delle IFM dell'area dell'euro nei confronti dei principali settori economici**

(flussi annui in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: "attività in titoli" rappresenta la posizione netta fra i titoli detenuti e quelli emessi dalle istituzioni creditizie, al netto di capitale e riserve. Gli intermediari finanziari non monetari comprendono le società di assicurazione, i fondi pensione e gli altri intermediari finanziari non monetari. Le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

l'emissione di capitale e riserve. L'indebitamento dal resto del mondo e il credito netto sotto forma di titoli (titoli detenuti meno titoli emessi) tendono a fungere da elementi di bilanciamento.

Un'analisi recente di Shin<sup>1)</sup> ha evidenziato la rilevanza delle due rappresentazioni del bilancio ai fini della comprensione, a livello concettuale, dei meccanismi all'origine dell'offerta di credito bancario al settore non finanziario. Tale analisi pone in risalto l'interazione fra tre caratteristiche del sistema bancario. La prima è la distribuzione del capitale azionario all'interno del sistema. La seconda è la distribuzione della leva finanziaria (definita come rapporto fra attività totali e capitale azionario). Il credito totale al settore non finanziario aumenta all'aumentare del capitale azionario e della leva finanziaria. La terza caratteristica determinante dell'offerta di credito delle banche, come discusso nella presente analisi, è la struttura delle interconnessioni risultanti dalle posizioni fra IFM, poiché l'attività di una banca rappresenterà una passività per un'altra banca. Data la reciprocità delle attività interbancarie, affinché un sistema bancario possa erogare in aggregato un volume maggiore di credito ai soggetti non bancari, occorrerà che prenda a prestito un volume maggiore di fondi da soggetti non bancari.

È importante notare che gli indici di leva finanziaria delle singole banche possono aumentare (o diminuire) congiuntamente senza che vari l'indice di leva del sistema bancario nel suo complesso. I bilanci delle banche possono infatti dilatarsi o contrarsi nella misura in cui esse modificano il proprio indebitamento verso altre banche o le esposizioni creditorie nei confronti di queste ultime, senza che l'indice di leva vari a livello consolidato, né che venga modificata la relazione fra le passività e le attività nei confronti dei soggetti diversi dalle IFM. Tuttavia, l'insorgere di vincoli all'indebitamento interbancario per le banche che si configurano come prestatori netti nei confronti dei soggetti diversi dalle IFM ostacolerà la redistribuzione efficiente all'interno del sistema bancario dei fondi che le altre banche hanno ricevuto da soggetti diversi dalle IFM.

A seguito dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie, gli andamenti osservabili nel bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro indicano che sono state liquidate soprattutto le posizioni nei confronti delle IFM dell'area dell'euro (cfr. figura 12) e delle banche non residenti (cfr. figura 13). Nell'ottica della rappresentazione consolidata di bilancio assume rilevanza il fatto che l'espansione di quest'ultimo sia determinata dal volume di passività delle IFM detenute da soggetti non bancari, delle quali l'aggregato monetario ampio M3 rappresenta una quota stabile pari al 30 per cento<sup>2)</sup>. L'analisi monetaria "tradizionale" incentrata sugli andamenti di M3 potrebbe pertanto fornire utili elementi conoscitivi relativamente all'evoluzione del grado di leva finanziaria del sistema bancario, come discusso nella letteratura più recente in materia.

1) H. Shin (2009), "Securitisation and financial stability", *The Economic Journal*, 199, marzo, pagg. 309-332.

2) La quota è calcolata come rapporto fra, da un lato, M3 meno banconote e monete in circolazione e quote e partecipazioni in fondi del mercato monetario e, dall'altro, le passività totali (al netto delle passività rimanenti) delle istituzioni creditizie.

### IL PROCESSO DI RIDUZIONE DEL GRADO DI LEVA FINANZIARIA DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE

Un'importante caratteristica del periodo di turbolenza finanziaria sono state le pressioni che questa ha provocato per le posizioni patrimoniali delle istituzioni creditizie, ad esempio per effetto delle variazioni avverse dei prezzi delle

attività e delle perdite su crediti. Unitamente alle pressioni dal lato della provvista, le tensioni riguardanti le posizioni patrimoniali hanno reso necessaria una riduzione del grado di leva finanziaria (*deleveraging*), quantomeno per alcune istituzioni. Tale processo può avvalersi di una gamma di strategie incentrate sul lato sia dell'attivo sia del passivo di bilancio.

Dal lato del passivo, tali strategie possono comportare, fra l'altro, un aumento del capitale. Ciò si evidenzia nella figura 8, che mostra un aumento dei flussi verso le posizioni patrimoniali e di riserva. I governi dell'area dell'euro hanno favorito la ricapitalizzazione delle banche tramite iniezioni di capitale. Al tempo stesso, l'evidenza indica che le istituzioni di credito dell'area dell'euro sono state in grado di accrescere capitale e riserve in misura superiore alle iniezioni di capitale dei governi, raccogliendo fondi presso soggetti non bancari o preservando la redditività.

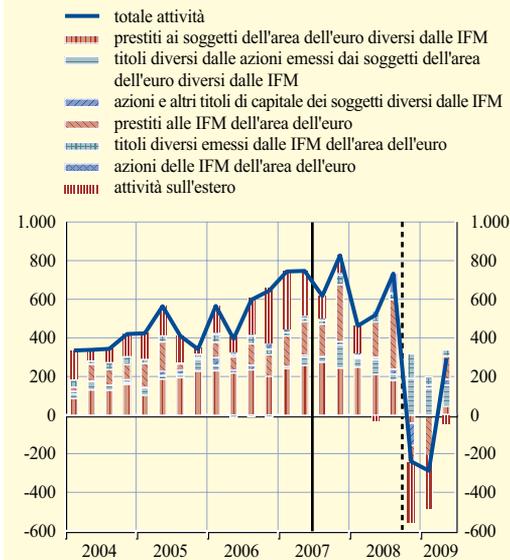
Dal lato dell'attivo, le strategie di *deleveraging* comprendono la dismissione di attività non caratteristiche (*non-core*) e la diluizione delle concentrazioni di esposizioni verso attività rischiose. Le istituzioni di credito effettuano verosimilmente la riduzione della leva finanziaria in base a una "gerarchia" (*pecking order*) degli attivi<sup>20</sup>. Secondo questa ipotesi, vengono liquidate per prime le attività a breve termine, seguite dai prestiti verso banche estere, mentre le attività a lungo termine sono dismesse per ultime<sup>21</sup>. Dal momento che i prestiti sono attività piuttosto illiquide, specie laddove i mercati della cartolarizzazione e dei prestiti sindacati siano in situazione di stallo, anche qualora le banche desiderassero disfarsene avrebbero scarse possibilità di farlo. Di conseguenza, un'eventuale riduzione dei prestiti in bilancio può avvenire soprattutto mediante l'interruzione dell'erogazione di nuovi prestiti o il rimborso di quelli esistenti.

Il modello dell'attività bancaria nell'area dell'euro presenta alcune caratteristiche che potrebbero essere fonte di ulteriore inerzia per le dinamiche dei prestiti. Al riguardo, assume importanza il c.d. *relationship lending*, dal momento che le istituzioni creditizie prenderanno in considerazione la durata del rapporto con il cliente al momento di ridimensionare la propria attività di prestito.

Nella fase iniziale di turbolenza finanziaria si è osservata una generale moderazione del ritmo di accumulazione di attività da parte delle istituzioni creditizie (cfr. figura 12) e la crescita dei prestiti

**Figura 12 Attività principali delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro**

(flussi trimestrali in miliardi di euro; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: BCE e stime della BCE.

Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

ai settori dell'area dell'euro diversi dalle IFM, che aveva raggiunto un massimo nel terzo trimestre 2007, è calata, pur rimanendo a un livello relativamente sostenuto. Le istituzioni creditizie hanno fra l'altro anche ridimensionato l'espansione delle loro attività sull'estero<sup>22</sup>. A partire dal quarto

20) Sulla gerarchia (*pecking order*) seguita nella liquidazione delle attività, cfr. F. Allen e D. Gale (2000), "Financial contagion", *Journal of Political Economy*, vol. 108, n. 1, pagg. 1-33. La nozione di *pecking order* è altresì implicita nella letteratura sul canale del credito bancario, che considera le attività dei bilanci bancari come succedanei imperfetti; cfr., ad esempio, B. Bernanke e A. Blinder (1988), "Credit, money, and aggregate demand", *American Economic Review*, vol. 78, n. 2, pagg. 435-439.

21) Per una trattazione dei costi associati a una liquidazione prematura, cfr. A. Shleifer e R. Vishny (1992), "Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach", *Journal of Finance*, vol. 47, settembre, pagg. 1343-1366 e F. Allen e D. Gale (1998), "Optimal financial crises", *Journal of Finance*, vol. 53, agosto, pagg. 1245-1284.

22) Per un'analisi degli andamenti dei bilanci delle istituzioni creditizie a partire dallo scoppio delle turbolenze fino al terzo trimestre 2008, cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti dei bilanci degli enti creditizi nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

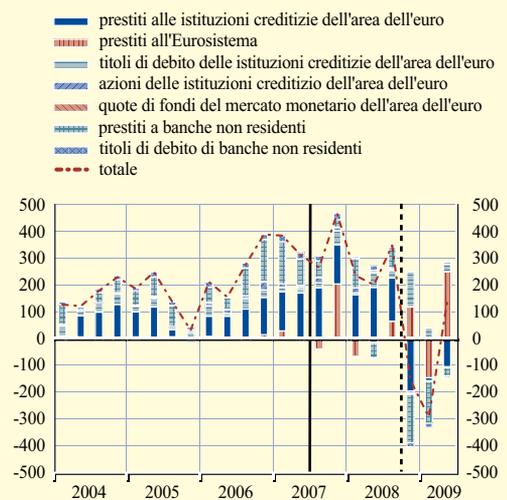
trimestre 2008, a seguito dell'intensificarsi delle turbolenze, le correzioni dei bilanci si sono fatte più pronunciate. La contrazione di nuovo debito da parte dei settori dell'area dell'euro diversi dalle IFM è visibilmente diminuita. Il calo del flusso di prestiti a tale settore illustrato nella figura 12 risulta tuttavia sovrastimato, dal momento che le istituzioni creditizie hanno proceduto nel contesto di operazioni di cartolarizzazione all'eliminazione contabile di un'ingente quantità di prestiti (cfr. figura 9), trasformandoli in titoli trattenuti in bilancio, come evidenziato dall'aumento dei flussi di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM e detenuti dalle istituzioni creditizie. Inoltre, le IFM hanno acquistato cospicui volumi di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche. Tali acquisti sono stati alimentati da considerazioni specifiche di tasso di interesse e di rischio collegate al contesto di turbolenza finanziaria<sup>23</sup>. L'evidenza più pronunciata della correzione è rilevabile nella considerevole riduzione delle attività sull'estero, che riflette in larga misura la contrazione degli impieghi nei confronti delle banche non residenti situate nei principali centri finanziari.

L'attività di prestito a favore delle IFM residenti, che tende per lo più ad essere a breve scadenza, è stata anch'essa notevolmente ridotta<sup>24</sup>. Il calo evidenziato nella figura 12 è tuttavia sottostimato dall'ampio aumento delle attività delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro nei confronti dell'Eurosistema, anch'esse ricomprese in questa voce. Tale incremento rispecchia l'offerta significativa di liquidità da parte dell'Eurosistema, dal momento che alcune banche hanno accumulato ingente liquidità sui loro conti presso l'Eurosistema<sup>25</sup>. Questo effetto è illustrato dalla figura 13, che fornisce una scomposizione delle operazioni delle istituzioni creditizie con le IFM dell'area dell'euro e con le banche non residenti. La figura mostra inoltre la contrazione degli impieghi verso altre banche, che ha riguardato le diverse forme tecniche e intermediari sia residenti sia non residenti<sup>26</sup>. Tale contrazione rappresenta il segnale più evidente del ridimensionamento dei bilanci da parte delle banche dell'area dell'euro.

Nel complesso, il calo osservato finora nella crescita dei prestiti alle famiglie e alle società

**Figura 13 Attività delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro nei confronti di altre IFM**

(flussi trimestrali in miliardi di euro; dati corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonti: BCE e stime della BCE.

Nota: le linee verticali denotano l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari (linea nera continua) e il loro intensificarsi successivamente al tracollo di Lehman Brothers (linea nera tratteggiata).

non finanziarie si è dimostrato in linea con le regolarità storiche nell'arco del ciclo economico e riflette il deciso rallentamento dell'attività economica. Al tempo stesso, i fattori collegati alla provvista e alle posizioni patrimoniali delle banche stanno costringendo queste ultime a modificare le dimensioni e la composizione dei bilanci, un processo che, tuttavia, si è manifestato soprattutto in una contrazione delle attività nei confronti di altre istituzioni creditizie residenti e non residenti.

23) Per un'analisi dettagliata, cfr. il riquadro intitolato *Andamenti recenti degli acquisti da parte delle IFM di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino.

24) Per le evidenze sulla struttura per scadenze del mercato monetario dell'area dell'euro, cfr. BCE (2008), *Euro money market survey*, settembre.

25) Il quadro operativo dell'Eurosistema fa sì che l'iniezione di liquidità trovi riflesso nelle attività delle istituzioni creditizie nei confronti dell'Eurosistema stesso; cfr. il riquadro intitolato *L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.

26) Gli acquisti di titoli di debito delle IFM comprendono le obbligazioni con e senza garanzia governativa; per una scomposizione, cfr. le figure 10 e 11.

## 6 CONCLUSIONI

Le problematiche di ordine analitico poste dalle turbolenze finanziarie hanno messo in luce i meriti di un'analisi monetaria che integri le informazioni ricavate dai modelli con elementi conoscitivi a livello di istituzioni. Questi ultimi si basano su una comprensione approfondita degli andamenti dei bilanci delle IFM e risultano necessari al fine di valutare correttamente in tempo reale le dinamiche dell'aggregato monetario ampio e del credito e le loro implicazioni per l'evoluzione macroeconomica. Nel contesto di turbolenza finanziaria molti andamenti monetari tipicamente considerati come "rumore", poiché non presentano un nesso immediato con i rischi per la stabilità dei prezzi, si sono rivelati un'utile fonte di informazioni per far luce sulle questioni relative all'individuazione di discontinuità nelle tendenze monetarie, alle variazioni delle condizioni di finanziamento nell'arco del ciclo economico e alle correzioni in atto nel settore bancario.

Relativamente a tali questioni, le conclusioni cui è giunta l'analisi monetaria durante il periodo di turbolenza sono le seguenti: in primo luogo, sebbene non si possa escludere del tutto la possibilità di una "discontinuità", la moderazione delle tendenze monetarie è stata meno pronunciata di quella della crescita effettiva di M3 ed è indicativa di deboli spinte inflazionistiche, ma non di un esito deflazionistico; in secondo lu-

go, gran parte dell'espansione dei prestiti appare autentica; infine, le banche hanno modificato le dimensioni e la composizione dei rispettivi bilanci soprattutto mediante la riduzione delle attività nei confronti di altre istituzioni creditizie residenti e non residenti. L'acquisizione di questi elementi conoscitivi aggiuntivi non ha richiesto alcuna modifica nella conduzione dell'analisi monetaria, ma deriva semplicemente da un migliore impiego di tutte le informazioni che quest'ultima produce regolarmente.

L'esigenza di produrre un insieme più ampio di elementi conoscitivi rimarrà una caratteristica predominante dell'analisi monetaria, come avvenne, ad esempio, durante il periodo di riallocazione straordinaria dei portafogli a favore di M3 fra il 2001 e il 2003 e più di recente in occasione delle turbolenze finanziarie. Al riguardo, una volta che queste ultime saranno rientrate, sarà necessario valutare se il comportamento delle banche, nonché quello delle famiglie e delle imprese, sia cambiato a seguito dell'esperienza recente o di eventuali modifiche del quadro regolamentare o del governo societario. L'analisi dettagliata a livello di istituzioni incorporata nell'analisi monetaria della BCE contribuirà a individuare siffatti cambiamenti comportamentali e le loro ripercussioni sulla relazione fra aggregati monetari e creditizi da un lato e i prezzi al consumo, i prezzi delle attività e l'attività economica dall'altro.



# LA RECENTE RECESSIONE NELL'AREA DELL'EURO IN UNA PROSPETTIVA STORICA

*Il recente episodio recessivo, che per gravità non trova precedenti nell'area dell'euro dalla Grande Depressione degli anni trenta, si differenzia da quelli di tipo più ordinario in quanto contraddistinto da un periodo di turbolenze finanziarie. Questo articolo ne riassume le caratteristiche essenziali e successivamente esamina l'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche durante le fasi cicliche negative che hanno colpito sia un aggregato di sintesi rappresentativo dell'area dell'euro sia le economie dell'OCSE a partire dal 1970 (periodo per il quale è generalmente disponibile un insieme completo di dati). L'esperienza delle precedenti crisi finanziarie e la natura globale della recessione più recente prefigurano la possibilità di un recupero solo graduale dell'economia dell'area dell'euro. È tuttavia probabile che le dinamiche della ripresa restino caratterizzate da un elevato grado di incertezza.*

## I INTRODUZIONE

Nel 2008 l'area dell'euro è entrata in una recessione particolarmente profonda, la più grave dalla Grande Depressione degli anni trenta per l'insieme dei paesi che la compongono (per il periodo antecedente al 1999 si considera un aggregato di sintesi rappresentativo dell'area stessa). Il deterioramento della crescita del PIL in termini reali è stato di fatto il più brusco e marcato dal 1970, anno a partire dal quale è generalmente disponibile un insieme completo di dati (cfr. figura 1). Pur essendo riconducibile a numerosi fattori, la recessione presenta come tratto fondamentale la perdurante crisi finanziaria che, facendo seguito a una serie di eccessi nei mercati delle attività in tutto il mondo, ha indubbiamente contribuito in misura rilevante al suo avvio rapido e generalizzato, in termini sia geografici sia settoriali. L'entità della contrazione ha dato luogo a notevoli incertezze circa la probabile evoluzione futura dell'attività nell'area dell'euro; in tale contesto, risulta utile porre a confronto la situazione attuale con i precedenti episodi recessivi ed esaminare come si sono di norma configurate le fasi di ripresa<sup>1)</sup>.

Questo articolo dapprima riassume le caratteristiche essenziali della fase ciclica negativa che ha colpito più recentemente l'area dell'euro, poi esamina l'evoluzione delle variabili macroeconomiche fondamentali durante analoghi episodi che dal 1970 hanno riguardato sia un aggregato di sintesi dell'area stessa sia le economie dell'OCSE. In particolare, si distinguono le recessioni più ordinarie da quelle contraddistinte da crisi finanziarie, intese come periodi in cui le istituzioni finanziarie e le imprese incontrano

Figura 1 Crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su statistiche Eurostat e sulla banca dati dell'Area-Wide Model della BCE tratta da Fagan, G., Henry, J. e Mestre, R., *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Economic Modelling, vol. 22 (1), gennaio 2005, pagg. 39-59.

Nota: le aree ombreggiate rappresentano gli episodi di recessione come definiti dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

difficoltà notevoli nell'ottemperare ai propri obblighi entro i tempi prestabiliti, con il possibile insorgere di numerosi casi di insolvenza.

La dinamica dei precedenti episodi storici può rappresentare un utile riferimento per comprendere l'evoluzione degli indicatori macroeconomici nei periodi di ripresa. Questo tipo di analisi illustrativa è tuttavia soggetta a diverse limitazioni. Innanzitutto è improbabile che la storia si ripeta completamente, data la specificità delle recessioni passate e delle successive riprese. A causa dei

1) Questo articolo si basa sulle statistiche disponibili al 15 ottobre 2009.

diversi shock economici e dei cambiamenti strutturali intervenuti nel tempo, numerose peculiarità della recente crisi non erano presenti negli altri episodi presi a confronto. Ciò detto, l'individuazione di alcune regolarità empiriche nel comportamento dei diversi aggregati macroeconomici durante le precedenti fasi di recupero può fornire un quadro di riferimento – se non addirittura una guida – per prefigurare le caratteristiche che una ripresa ciclica potrebbe evidenziare.

L'articolo è strutturato come segue: la prossima sezione presenta le caratteristiche della recente recessione nell'area dell'euro, mettendo in luce i seri problemi connessi alla previsione della sua intensità; la terza sezione opera un raffronto tra tale episodio e quelli che hanno interessato sia un aggregato di sintesi rappresentativo dell'area dell'euro sia le economie dell'OCSE a partire dagli anni settanta (individuando periodi specifici di turbolenza); infine si traggono alcune conclusioni generali sulla possibile configurazione della ripresa.

## 2 LA RECENTE RECESSIONE NELL'AREA DELL'EURO: UN'ANALISI

La recessione più recente nell'area dell'euro è stata contraddistinta da una flessione particolarmente rapida e pronunciata dell'attività economica. Tale caratteristica non è tuttavia esclusiva dell'area: di fatto, stando a numerosi indicatori, la crisi che ha colpito l'economia mondiale è la più grave dalla Grande Depressione degli anni trenta. La marcata contrazione produttiva è riconducibile a diversi elementi e in particolare a una combinazione di fattori macroeconomici, di andamenti dei mercati finanziari e di notevoli carenze dell'architettura normativa e di vigilanza

che hanno costituito terreno fertile per la crisi finanziaria. Nel decennio che ha preceduto l'avvio di quest'ultima, il funzionamento del sistema finanziario, caratterizzato da incentivi inadeguati e da un'eccessiva complessità dei prodotti in un contesto macroeconomico connotato da squilibri globali, ha comportato l'assunzione di un livello eccessivo di rischio. Il *boom* del mercato immobiliare in gran parte dei paesi industriali è stato seguito da un brusco calo dei prezzi delle abitazioni, evidenziando diverse debolezze e inducendo negli investitori un improvviso calo di fiducia, sullo sfondo del diffondersi di un'ondata di panico. Dopo anni di straordinaria propensione al rischio e di utili elevati, la situazione si è invertita: gli operatori sono diventati estremamente sensibili al rischio finanziario e ciò ha influito sui prezzi di tutte le categorie di attività.

Nell'area dell'euro l'economia ha registrato una crescita solida durante il periodo 2005-07. Alla metà del 2009, tuttavia, il PIL era sceso di circa il 5 per cento in termini reali rispetto al picco ciclico degli inizi del 2008<sup>2)</sup>. In una prima fase il ridimensionamento dell'attività è stato maggiore negli Stati Uniti, dove era iniziato a seguito dell'esigenza di correggere gli eccessi nel mercato immobiliare. Tuttavia, stando agli indicatori macroeconomici, anche nell'area dell'euro si è manifestato fin dall'avvio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007. Di fatto, in linea con l'esperienza passata, il ciclo dell'area ha sostanzialmente seguito quello degli Stati Uniti (cfr. il riquadro 1).

2) Non è semplice definire e datare gli episodi di recessione. Ad esempio, lo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR) ha ritenuto, agli inizi del 2009, che l'ultima recessione nell'area dell'euro fosse iniziata nel gennaio del 2008. Tuttavia il PIL dell'area valutato in termini reali ha iniziato a contrarsi solo nel secondo trimestre di tale anno, un andamento che all'epoca era parso riflettere in parte una lieve correzione della vigorosa crescita del trimestre precedente.

### Riquadro 1

#### I LEGAMI TRA LA DINAMICA CONGIUNTURALE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI: REGOLARITÀ STORICHE RICAVATE DAL RAFFRONTO CON I CICLI PASSATI

Questo riquadro esamina alcuni studi empirici sui legami fra i cicli economici degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Nell'insieme, esistono chiare evidenze di un elevato grado di interconnessione

ne tra le due economie negli ultimi quarant'anni. Il raffronto con le fluttuazioni passate segnala regolarità storiche che caratterizzano le rispettive dinamiche congiunturali. In primo luogo, pur in presenza di movimenti comuni tra l'attività economica degli Stati Uniti e quella dell'area, il ciclo di quest'ultima tende a seguire con un certo ritardo quello dei primi. Secondariamente, nonostante il forte comovimento, i processi di aggiustamento sono diversi nelle due aree: mentre l'economia statunitense tende a riprendersi rapidamente dopo gli episodi di brusco calo della domanda, quella dell'area dell'euro registra di norma rallentamenti produttivi meno accentuati e fasi di recupero più lente. In terzo luogo, gli shock che colpiscono l'attività negli Stati Uniti tendono ad assumere natura globale, propagandosi al resto del mondo e, in particolare, all'area dell'euro. Queste tre importanti regolarità empiriche, evidenziate dalla ricerca economica, sono affrontate in maggiore dettaglio nel prosieguo del riquadro.

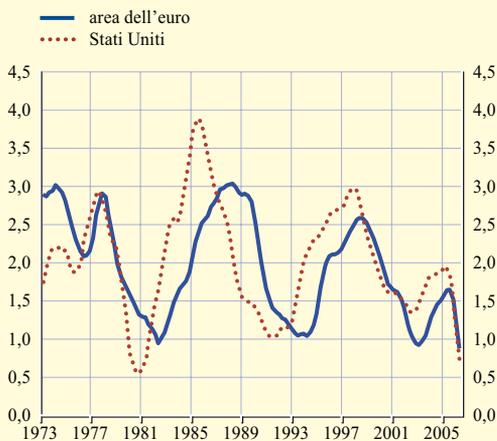
### Comovimenti e sfasamenti temporali (*leads and lags*)

Durante gli ultimi quarant'anni l'attività economica (misurata in termini di PIL pro capite) ha seguito andamenti simili negli Stati Uniti e nell'area dell'euro (cfr. figura A). L'evidenza descrittiva mostra che il ciclo statunitense anticipa quello dell'area dell'euro e che l'attività oscilla attorno a una tendenza di fondo comune nelle due regioni. Questi due fatti stilizzati trovano conferma nella ricerca economica.

In primo luogo, Giannone e Reichlin (2006) mostrano, tramite un modello VAR bivariato parsimonioso, che dal 1970 esistono collegamenti sistematici tra l'attività economica degli Stati Uniti e quella dell'area dell'euro e che il PIL di quest'ultima segue quello statunitense con un ritardo in genere di circa quattro trimestri<sup>1)</sup>. Anche Dees e Vansteenkiste (2007) riscontrano che il ciclo

**Figura A Crescita del PIL pro capite**

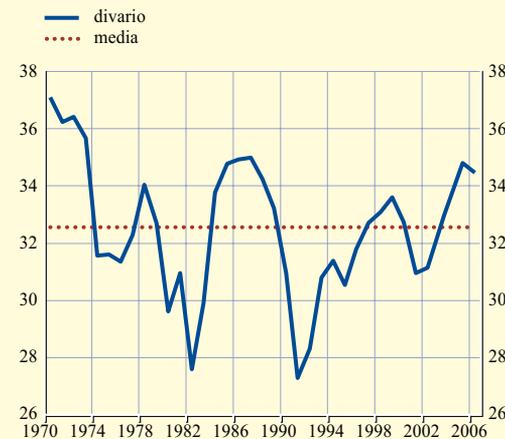
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; medie mobili centrate di cinque anni)



Fonti: Eurostat e Bureau of Economic Analysis degli Stati Uniti.

**Figura B Divario tra il PIL pro capite degli Stati Uniti e quello dell'area dell'euro**

(punti percentuali; medie mobili centrate di cinque anni)



Fonte: Giannone, Lenza e Reichlin, 2009.

Note: la figura riporta la differenza tra il logaritmo del livello del PIL pro capite degli Stati Uniti e quello dell'area dell'euro nel periodo 1970-2006.

1) Cfr. Giannone, D. e Reichlin, L., *Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?*, Working Paper della BCE, n. 595, 2006.

degli Stati Uniti anticipa quello dell'area dell'euro, ma rilevano che gli episodi recessivi nei primi si estendono all'area più rapidamente che non quelli di ripresa<sup>2)</sup>. La trasmissione di una fase ciclica negativa richiede di norma due trimestri, mentre quella del successivo recupero ne comporta sei. Benché tali stime trovino mediamente riscontro nell'esperienza passata, ciascun episodio di recessione è evidentemente connotato da peculiarità in termini di ritardi, entità e durata.

In secondo luogo, Giannone e Reichlin (2005) e Giannone et al. (2009) mostrano che negli Stati Uniti e nell'area dell'euro esiste un *trend* comune che caratterizza il PIL pro capite in termini reali<sup>3)</sup>. Il livello di quest'ultimo è stato in media inferiore di circa il 30 per cento nell'area, differenza cui il divario tra le due economie tende regolarmente a riportarsi nel corso del tempo (cfr. figura B). I test di casualità di Granger segnalano altresì che il differenziale di crescita non influisce sulla dinamica futura dell'economia statunitense, ma contribuisce a spiegare quella dell'area dell'euro. Ciò conferma la natura apparentemente "unilaterale" della relazione.

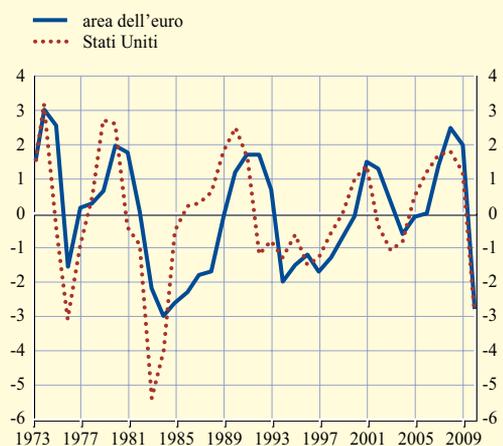
### Correlazione tra i cicli reali e differenze di aggiustamento

I due fatti stilizzati menzionati in precedenza indicano che quando il PIL dell'area dell'euro e quello degli Stati Uniti si scostano dalla loro relazione di lungo periodo, il processo di correzione dell'economia americana avviene con maggiore rapidità. Lo confermano Duval et al. (2007), secondo i quali nell'area dell'euro gli shock comuni hanno un minore impatto sull'*output gap*, che tuttavia è più persistente che negli Stati Uniti (cfr. figura C)<sup>4)</sup>. Quest'ultima economia tende pertanto a risollevarsi rapidamente dopo essere stata colpita da un forte calo della domanda, mentre quella dell'area registra storicamente recessioni meno forti e riprese più lente.

Nonostante vi sia evidenza anche di componenti cicliche specifiche per le diverse economie<sup>5)</sup>, le fluttuazioni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro restano complessivamente molto correlate. Di fatto, anche tra l'economia americana e una misura di sintesi dell'attività nel resto del mondo si registrano comovimenti, che non riflettono necessariamente la sola trasmissione internazionale di shock idiosincratici statuni-

Figura C Output gap

(in percentuale del prodotto potenziale stimato)



Fonte: Commissione europea (AMECO).

Note: la serie relativa all'area dell'euro si riferisce ai 12 paesi che nel 2005 ne erano membri. Per il 2009, previsioni della Commissione europea per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

- 2) Cfr. Dees, S. e Vansteenkiste, I., *The transmission of US cyclical developments to the rest of the world*, Working Paper della BCE, n. 798, 2007.
- 3) Cfr. Giannone, D. e Reichlin, L., "Euro area and US recessions, 1970-2003", in Reichlin, L. (a cura di), *Euro area business cycle: stylized facts and measurement issues*, CEPR, 2005 e Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L., *Business cycles in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 1010, 2009.
- 4) Cfr. Duval, R., Elmeskov, J. e Vogel, L., *Structural Policies and Economic Resilience to Shocks*, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 567, 2007.
- 5) Stock e Watson (2005) offrono ad esempio riscontri dell'emergere di due gruppi con connotazioni specifiche in merito agli andamenti del ciclo, vale a dire l'area dell'euro e i paesi anglofoni. Cfr. Stock, J. e Watson, M., "Understanding Changes in International Business Cycle Dynamics", *Journal of the European Economic Association*, n. 3(5), 2005, pagg. 908-1006.

tensi, ma potrebbero rispecchiare anche l'impatto di shock di natura mondiale. Il processo di globalizzazione ha certamente contribuito all'aumento del grado di sincronia tra i cicli economici.

### La globalizzazione e la trasmissione della dinamica ciclica

La crescente integrazione commerciale e finanziaria ha determinato un aumento del grado di sincronismo internazionale tra le fluttuazioni economiche nel periodo postbellico. Ne forniscono evidenza diversi studi, a segnalare che la globalizzazione promuove i legami economici internazionali e la correlazione tra le fasi cicliche<sup>6)</sup>.

Dees e Saint-Guilhem (2009) mostrano che le oscillazioni dell'economia statunitense hanno assunto in misura crescente un carattere globale e una maggiore persistenza nel tempo<sup>7)</sup>. Ciò può essere in parte spiegato con il ruolo sempre più importante degli effetti di trasmissione indiretti, attraverso i paesi terzi o all'interno di ciascuna economia.

In particolare, le recessioni che hanno origine negli Stati Uniti sono di norma gravi e spesso accompagnate da un contestuale e protratto rallentamento mondiale. Inoltre, le recessioni sincrone su scala internazionale durano più a lungo e determinano un maggior calo del prodotto rispetto a quelle non sincrone<sup>8)</sup>. Sembra infine che i flussi commerciali internazionali tendano a contrarsi significativamente quando anche l'economia americana attraversa una fase ciclica negativa.

6) Cfr., ad esempio, Kose, M.A., Otrok, C. e Whiteman, C.H., "International Business Cycles: World, Region and Country-Specific Factors", *American Economic Review*, n. 93 (4), 2003, 1216-1239 e Artis, M.J. e Okubo, T., *Globalization and Business Cycle Transmission*, Discussion Paper del CEPR, n. 7041, 2008.

7) Cfr. Dees, S. e Saint-Guilhem, A., *The role of the United States in the global economy and its evolution over time*, Working Paper della BCE, n.1034, 2009.

8) Cfr. "From Recession to Recovery; How Soon and How Strong?", in *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2009, capitolo 3.

Più in generale, la fase negativa si è presto diffusa su scala mondiale. Vi ha contribuito il fatto che, nonostante la crisi finanziaria, i corsi petroliferi hanno raggiunto i massimi storici alla metà del 2008, frenando significativamente l'attività macroeconomica. La situazione è sensibilmente peggiorata nell'estate dello stesso anno, quando i governi sono stati costretti a fornire un sostanziale aiuto a diverse istituzioni finanziarie negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, e si è deteriorata ulteriormente nel successivo mese di settembre. All'indomani del dissesto della banca Lehman Brothers i mercati finanziari si sono pressoché bloccati, i flussi interbancari hanno subito un arresto, i differenziali creditizi hanno raggiunto punte massime e la fiducia è crollata. Per via del crescente grado di integrazione tra le economie, questi effetti si sono rapidamente diffusi in tutto il mondo, aggravando la già pronunciata decelerazione del ritmo produttivo. La

fiducia è peggiorata improvvisamente pressoché in tutti i settori e le aree geografiche mondiali, in un'apparente ondata di panico generalizzato. Il drastico ridimensionamento delle aspettative sull'attività economica futura è stato accompagnato da un forte calo della domanda aggregata, innescato dal massiccio decumulo delle scorte e dalla flessione della spesa per investimenti, contribuendo a una contrazione insolitamente marcata dell'interscambio mondiale (cfr. il riquadro 2). Contestualmente, il saggio di risparmio delle famiglie è aumentato, come reazione sia al calo di valore delle attività detenute sia al quadro di maggiore incertezza. A causa del suo elevato grado di apertura e delle considerevoli dimensioni del settore manifatturiero, l'economia dell'area dell'euro è stata duramente colpita dalla crisi, con effetti più gravi nei paesi che avevano attraversato un periodo di forte espansione del mercato immobiliare.

## Riquadro 2

### FATTORI SOTTOSTANTI LA NATURA SINCRONA A LIVELLO MONDIALE DELL'EPISODIO DI RECESSIONE PIÙ RECENTE

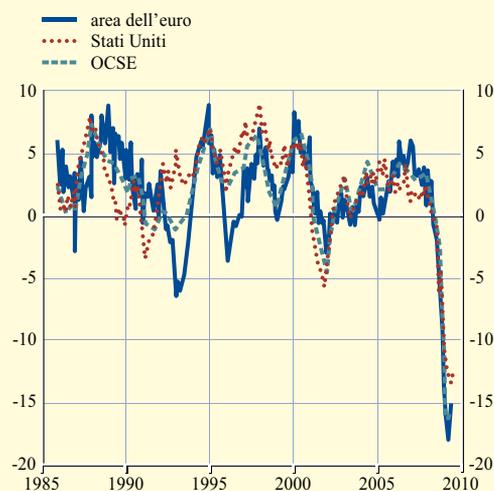
Prima che la recente recessione si diffondesse su scala internazionale, era opinione diffusa che l'economia mondiale potesse "scollegarsi" dal rallentamento degli Stati Uniti, data la natura specifica a quest'ultimo paese dello shock verificatosi. Di fatto, lo scoppio della crisi finanziaria agli inizi del 2007 non è parso influire in misura rilevante sui mercati emergenti. Tuttavia, in un secondo momento la recessione economica si è fortemente aggravata in senso globale e la dinamica del ciclo mondiale ha evidenziato una notevole sincronia con quella americana. Benché abbia avuto origine negli Stati Uniti, lo shock ha evidenziato vulnerabilità comuni a economie e regioni diverse (ad esempio, gli alti livelli di leva finanziaria e una sottovalutazione dei rischi). Esso ha avuto pertanto una natura mondiale e la sua trasmissione ha innescato una fase ciclica negativa sincrona. Vari fattori hanno favorito tale andamento. Questo riquadro tenta di descriverne quattro particolarmente importanti: il calo contestuale della produzione manifatturiera e dell'interscambio mondiale; il ruolo delle filiere produttive internazionali nella contrazione dei flussi commerciali; il sincronismo dei mercati finanziari; la correlazione tra gli indicatori del clima di fiducia.

#### Il calo sincrono della produzione manifatturiera e dell'interscambio mondiale

L'episodio di recessione più recente è stato contraddistinto da un calo eccezionalmente pronunciato dell'attività industriale (cfr. figura A). La correzione del mercato immobiliare, la necessità di risanare i bilanci delle famiglie e le difficoltà di finanziamento a breve termine hanno nell'insieme contribuito a far crollare la domanda di beni durevoli (soprattutto nel settore automobili-

Figura A Produzione industriale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e Federal Reserve System.

Figura B Volume delle importazioni mondiali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: FMI, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

stico), che costituiscono una quota elevata della produzione manifatturiera. Il processo mondiale di ridimensionamento delle scorte ha ulteriormente aggravato la fase ciclica negativa, dando origine a una flessione accentuata e sincrona della produzione industriale.

Ciò ha anche determinato una fortissima contrazione dell'interscambio mondiale, che non trova precedenti dalla seconda guerra mondiale (cfr. figura B). Il commercio internazionale è diminuito del 17 per cento tra ottobre 2008 e maggio 2009, riportandosi in pochi mesi sui livelli del 2005.

### Il ruolo delle filiere produttive internazionali nella contrazione dell'interscambio mondiale

Anche se il brusco calo dell'interscambio mondiale alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 è in parte connesso a fattori specifici quali la scarsità di credito al commercio, un ulteriore meccanismo di propagazione è riconducibile all'aumentata presenza di filiere produttive internazionali, la cui crescente complessità può amplificare, attraverso una più netta contrazione dell'interscambio, l'impatto degli shock di carattere globale. La produzione manifatturiera è infatti oggi organizzata secondo reti produttive estremamente elaborate, al cui interno i singoli paesi svolgono sempre più il ruolo di singoli nodi.

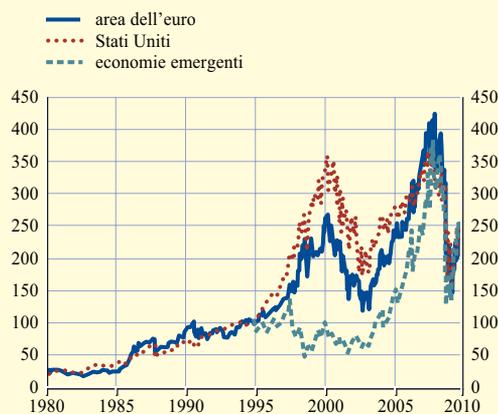
È dunque possibile che le caratteristiche delle filiere produttive abbiano di fatto aggravato il recente crollo dell'interscambio. Allorché veniva meno l'accesso ai finanziamenti, si riducevano i fondi generati dalla sequenza di acquisti lungo la catena; ciò potrebbe avere provocato interruzioni o strozzature e di conseguenza danneggiato la produzione, i flussi di cassa, i programmi finanziari e le esportazioni dei produttori a valle. Inoltre, il ridimensionamento dell'attività (se non addirittura il fallimento) di alcuni grandi operatori mondiali – spesso acquirenti unici (monopsonisti) di prodotti specializzati – potrebbe avere messo in difficoltà i fornitori più piccoli e meno diversificati di quegli stessi beni<sup>1)</sup>.

### Il sincronismo dei mercati finanziari

Anche i mercati finanziari hanno evidenziato connessioni sempre più strette nel tempo, come mostrano l'incremento del volume lordo dei flussi di capitali e l'aumentata diversità delle loro componenti, nonché la crescente correlazione dei mercati azionari (cfr. figura C). Nell'episodio attuale l'innovazione finanziaria ha in particolare permesso di cartolarizzare i mutui statunitensi, convertendoli in titoli garantiti da attività poi parzialmente venduti a investitori internazionali, senza che il rating ne rispecchiasse appieno il rischio intrinseco. Ciò ha diffuso su scala internazionale i rischi

Figura C Indici dei mercati azionari

(1° gennaio 1995 = 100)



Fonte: Datastream.

1) Ad esempio, un calo delle vendite di autovetture in Germania è accompagnato da una flessione di 2,2 volte superiore degli acquisti di beni intermedi da numerosi altri settori (cfr. *The macroeconomic repercussions of a decline in demand for cars, taking into account the inter-sectoral integration of production*, Bollettino mensile della Deutsche Bundesbank, febbraio 2009).



specifici agli Stati Uniti, con la conseguenza che il meccanismo di propagazione al resto del mondo dei problemi creditizi connessi ai mutui americani è stato particolarmente forte<sup>2)</sup>.

### La correlazione tra gli indicatori del clima di fiducia

Infine, come mostra la figura D per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, anche la correlazione tra gli indicatori del clima di fiducia nelle varie economie potrebbe essersi accentuata nel tempo: per quanto concerne quello dei consumatori, la correlazione è salita da 0,68 negli anni 1985-99 a 0,90 nel periodo più recente (da gennaio del 2000 ad aprile del 2009)<sup>3)</sup>. Questa elevata e crescente sincronia potrebbe in qualche misura riflettere il fatto che, rispetto al passato, le notizie si diffondono ora più rapidamente su scala internazionale e che quelle negative provenienti dall'estero influiscono in maggior misura sul clima di fiducia interno.

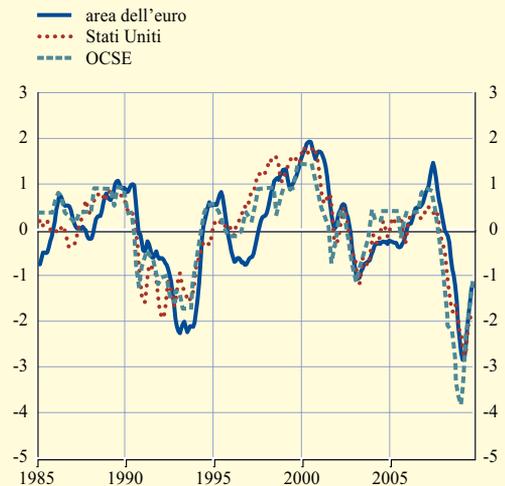
Assieme al più alto livello di integrazione finanziaria e commerciale, la correlazione tra gli indicatori di fiducia potrebbe avere contribuito a un accentuato sincronismo tra i cicli di economie diverse e a una più elevata sensibilità agli shock comuni (cfr. riquadro 1).

- 2) Cfr. Hoffmann, M. e Nitschka, T., *Securitization of Mortgage Debt, Asset Prices and International Risk Sharing*, Working Paper dell'Institute for Empirical Research in Economics, n. 376, 2008.
- 3) Per un'ulteriore analisi della crescente correlazione tra gli indicatori del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr.: Anderton, R. e Di Mauro, F., *The external dimension of the euro area: stylised facts and initial findings*, in Di Mauro, F. e Anderton, R. (a cura di), *The External Dimension of the Euro Area: Assessing the Linkages*, Cambridge University Press, 2007; Anderton, R., Di Mauro, F. e Moneta, F., *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital, flows and other international economic linkages*, Occasional Paper della BCE, n. 12, 2004.

La rapida e drastica decelerazione dell'attività produttiva ha indotto gran parte degli esperti a commettere errori previsivi insolitamente rilevanti: le attese sul 2009 sono stabilmente peggiorate, passando da una prospettiva di crescita prossima al 2 per cento formulata agli inizi del 2008 a una di forte contrazione (4-5 per cento) stimata alla metà del 2009 (cfr. figura 2)<sup>3)</sup>. Due fattori in particolare hanno contribuito all'ampiezza degli errori di previsione. Il primo è l'aumento dell'incertezza a livelli inediti, in un momento in cui gran parte degli indicatori congiunturali seguiva andamenti senza precedenti. Imprese e famiglie hanno adeguato le proprie scelte in modo repentino, e ciò non è stato ade-

**Figura D Indagini sul clima di fiducia dei consumatori**

(indici standardizzati)



Fonti: OCSE, Commissione europea e Conference Board.

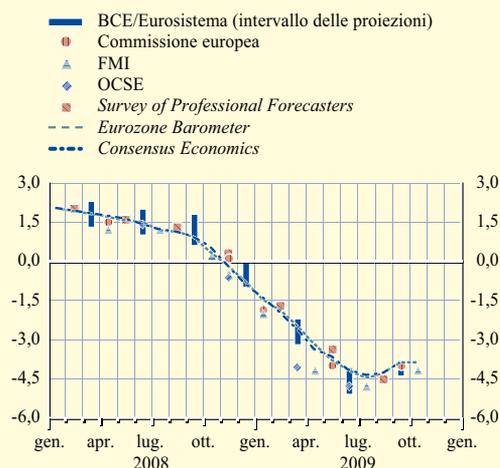
guatamente colto dagli strumenti d'analisi convenzionali basati sulla regolarità delle relazioni passate o su approssimazioni lineari dei comportamenti economici.

In secondo luogo, la relazione storicamente consolidata tra gli indicatori congiunturali ad alta frequenza e i dati di contabilità nazionale sembra essere venuta meno durante la recessione: lo segnala, nella figura 3, l'ampio divario che si è aperto, tra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo

- 3) La protratta e insolitamente elevata incertezza circa le prospettive a breve termine per l'area dell'euro è descritta nel dettaglio nel riquadro *L'incertezza e le prospettive economiche per l'area dell'euro* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.

**Figura 2 Evoluzione delle previsioni di crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali per il 2009**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

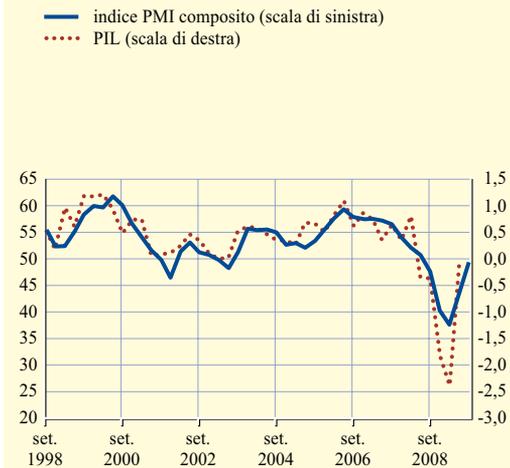


Fonti: BCE, Commissione europea, FMI, OCSE, *Eurozone Barometer* e *Consensus Economics*.

Nota: sull'asse delle ascisse sono riportate le date di pubblicazione delle varie stime.

**Figura 3 Indice PMI composito per l'area dell'euro e crescita del PIL trimestrale in termini reali**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e indice)



Fonti: Eurostat e Markit.

del 2009, fra la serie dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (PMI) e quella del PIL in termini reali. Indicatori qualitativi come il PMI, costruiti sulla base dei saldi di opinioni rilevate tramite le inchieste, segnalano di norma il grado di diffusione dei cambiamenti nella dinamica del prodotto, ma non necessariamente l'entità degli stessi. Poiché alcuni settori (ad esempio quello dei beni di investimento) sono stati particolarmente colpiti dalla crisi, la relazione lineare tra i risultati delle indagini e l'andamento dell'attività – alla base di gran parte degli strumenti previsivi – non ha più fornito una buona approssimazione.

L'intensità e la gravità delle tensioni finanziarie e i cambiamenti nell'equilibrio dei rischi per la stabilità dei prezzi hanno dato origine a decisioni risolutive sul piano delle politiche macroeconomiche. Quando, nell'agosto del 2007, i mercati monetari hanno evidenziato gravi problemi di liquidità, l'Eurosistema ha reagito rapidamente per evitare che sfociassero in una grave crisi finanziaria di carattere sistemico. L'intervento è consistito principalmente in una modifica dei tempi e delle scadenze delle operazioni di im-

missione di liquidità, con lo scopo di soddisfare il fabbisogno di finanziamento delle banche.

A seguito delle acute incertezze sui mercati finanziari emerse nell'autunno del 2008, il Consiglio direttivo della BCE ha poi adottato una serie di misure non convenzionali intese a sostenere la trasmissione delle sue decisioni sul tasso di interesse e a migliorare il flusso di credito verso famiglie e imprese. Attraverso tali interventi, ha in particolare accresciuto per le banche le opportunità di ricorso ai finanziamenti dell'Eurosistema.

In parallelo, il Consiglio direttivo ha anche abbassato rapidamente i tassi di interesse ufficiali. La mutata valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi conseguente ai cambiamenti negli andamenti economici e monetari ha indotto il Consiglio a operare, tra ottobre 2008 e maggio 2009, una riduzione complessiva di 325 punti base dei tassi di interesse di riferimento, scesi a livelli non osservati almeno dalla seconda guerra mondiale nei paesi che oggi compongono l'area dell'euro. In questi ultimi, allo stesso tempo, sono state adottate politiche di bilancio molto espansive, che hanno riflesso le misure discrezionali di stimolo intraprese nel contesto

del Piano di sostegno dell'economia europea (*European Economic Recovery Plan*) e – in misura più significativa – il funzionamento degli stabilizzatori automatici, nonché la dinamica di fondo della spesa. Infine i governi hanno attuato una serie di provvedimenti volti a stabilizzare il sistema finanziario, dando luogo a una maggiore incidenza del debito pubblico lordo sul PIL e a maggiori passività implicite <sup>4)</sup>.

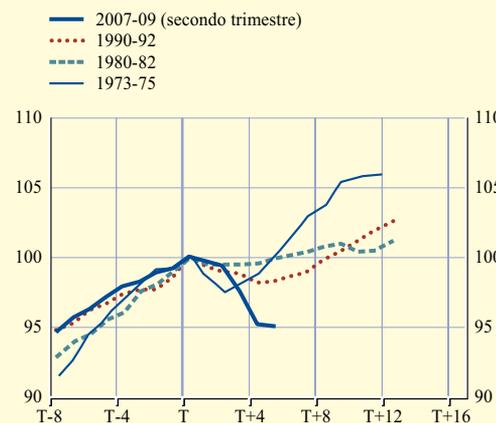
### 3 UN RAFFRONTO TRA LA RECENTE RECESSIONE E GLI EPISODI PRECEDENTI

Benché la recessione più recente nell'area dell'euro presenti caratteristiche peculiari, un raffronto con le fasi negative e le successive riprese osservate in passato può contribuire a illustrare l'andamento seguito, in media storica, dall'economia intorno ai punti di svolta del ciclo. A tale scopo questa sezione esamina l'evoluzione dell'attività aggregata reale e delle principali componenti della domanda del settore privato nell'episodio attuale, operando un confronto con gli andamenti registrati durante le altre recessioni che hanno colpito l'area dell'euro e, più in generale, le economie dell'OCSE a partire dal 1970.

Data la natura finanziaria dell'ultima fase negativa nell'area dell'euro, questa sezione evidenzia anche i precedenti episodi di forte instabilità finanziaria nelle economie dell'OCSE, al fine di mettere in luce i profili di aggiustamento che hanno fatto seguito a tali circostanze eccezionali; nello specifico si opera una distinzione tra crisi finanziarie (“sistemiche” e “non sistemiche”) <sup>5)</sup> e recessioni cosiddette “standard”. I raffronti storici contribuiscono a illustrare le dinamiche tipiche delle precedenti fasi cicliche, ma risentono di diverse limitazioni; si deve tener conto soprattutto dell'unicità di ciascun episodio, nonostante la presenza di alcune caratteristiche comuni <sup>6)</sup>. In particolare, a causa della loro dimensione globale, le turbolenze finanziarie iniziate nel 2007 possono essere considerate di fatto senza riscontro dalla fine della seconda guerra mondiale. Inoltre, importanti differenze rispetto alle altre recessioni si rilevano sul piano delle politiche macroeconomiche di risposta.

**Figura 4 Profilo di crescita del PIL in termini reali durante gli episodi di recessione nell'area dell'euro**

(indice: picco ciclico = 100)



Fonti: BCE e CEPR.

Nota: “T” rappresenta il picco ciclico di attività raggiunto prima dell'avvio di ogni fase recessiva. Le date dei picchi nell'area dell'euro sono: terzo trimestre 1974, primo trimestre 1980, primo trimestre 1992 e primo trimestre 2008.

#### 3.1 ATTIVITÀ COMPLESSIVA

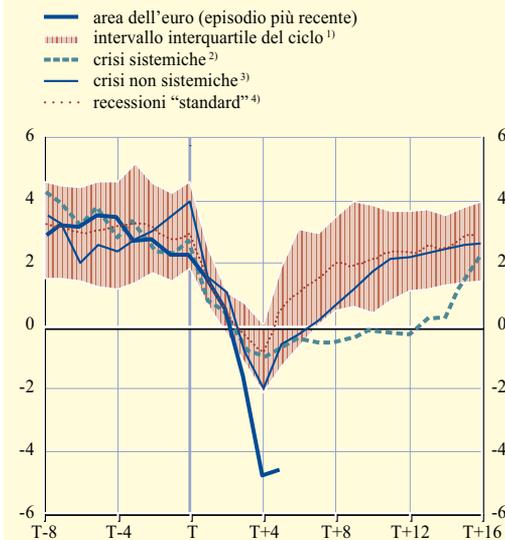
L'ultima recessione nell'area dell'euro è stata contraddistinta da un calo dell'attività reale che non trova precedenti dagli anni settanta: nello specifico, la flessione è stata più marcata che negli altri episodi registrati dall'aggregato di sintesi rappresentativo dell'area dell'euro a partire dal 1970 (cfr. figura 4). La contrazione produttiva è inoltre tra le più gravi che abbiano colpito i paesi dell'OCSE nel medesimo periodo (cfr. figura 5).

- 4) Per ulteriori dettagli sulla risposta delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi finanziaria, cfr. l'articolo *Impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.
- 5) Sono stati individuati, come “sistemiche”, cinque episodi di turbolenze finanziarie particolarmente gravi che hanno interessato rispettivamente la Spagna nel 1978-79, la Finlandia nel 1989-93, la Svezia nel 1990-93, la Norvegia nel 1988 e il Giappone nel 1993. Tutte le altre crisi finanziarie considerate ai fini di questo articolo vengono denominate “non sistemiche”. Per un elenco completo degli episodi classificati come sistemiche e non, cfr. *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2009, capitolo 3.
- 6) Di fatto, la crisi finanziaria più recente si distingue per molti versi dal gruppo selezionato di quelle del passato preso in esame. Cfr. ad esempio Cecchetti, S., Kohler, M. e Upper, C., *Financial Crises and Economic Activity*, contributo al simposio organizzato dalla Federal Reserve Bank of Kansas City a Jackson Hole, Wyoming, nell'agosto del 2009.

Dal profilo medio delle fasi di ripresa sembra emergere che, in una prospettiva storica, le recessioni "standard" si differenziano dalle crisi finanziarie per l'intensità e la durata delle rispettive contrazioni. Nelle recessioni "standard" e nelle crisi finanziarie non sistemiche si osserva di norma un forte calo dell'attività seguito da una rapida ripresa, secondo un andamento a "V". Nelle crisi finanziarie sistemiche, invece, la flessione è più prolungata e il ciclo si configura come una curva a "U"<sup>7)</sup>. L'episodio più recente di contrazione nell'area dell'euro è connesso a una crisi finanziaria di carattere non solo regionale, ma mondiale, che per gravità non trova precedenti nelle economie dell'OCSE dal 1970. In questo contesto, le relazioni osservate nel passato suggerirebbero come probabile una ripresa graduale rispetto al punto di minimo ciclico<sup>8)</sup>. Tra i fattori presumibilmente all'origine di un recupero più lento dalle fasi di turbolenza finanziaria figura l'esistenza di squilibri di bilancio generalizzati nei vari settori istituzionali, che frenano la domanda privata nel contesto di una restrizione dei flussi di credito. In termini di composizione, la ripresa da una crisi finanziaria comporta di norma un aggiustamento più prolungato degli investimenti. Inoltre le famiglie accrescono il risparmio nell'intento di riequilibrare i bilanci colpiti dalle perdite di ricchezza immobiliare e finanziaria, con il risultato che i consumi privati si indeboliscono ancor più di quanto prevedibile sulla base della forte crescita della disoccupazione. In tali circostanze, la ripresa dipende in misura molto maggiore dallo stimolo proveniente dalla domanda estera. Quando una crisi finanziaria colpisce specificamente una piccola economia aperta, viene solitamente accompagnata da un deprezzamento significativo del cambio ed è quindi molto probabile che il successivo recupero sia trainato dalle esportazioni. Tuttavia, contrariamente a gran parte delle crisi passate, la più recente ha coinvolto simultaneamente il sistema finanziario mondiale e le economie sviluppate. Infine, poiché le crisi finanziarie sono in genere associate a una notevole espansione fiscale, il periodo successivo è contraddistinto dall'esigenza di una decisa azione di risanamento dei conti pubblici.

**Figura 5 Crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali rispetto ai precedenti episodi di recessione e crisi nelle economie dell'OCSE**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su statistiche Eurostat e sulla banca dati dell'Area-Wide Model della BCE (cfr. Fagan et al., 2005), nonché sui *Main Economic Indicators* dell'OCSE.

Note: "T" rappresenta il livello di picco ciclico del PIL raggiunto prima dell'episodio di recessione.

1) L'intervallo del ciclo è rappresentato dalla differenza tra il quartile superiore e il quartile inferiore di tutte le recessioni nell'OCSE rilevate a partire dal 1970.

2) Crescita media del PIL in termini reali durante le crisi finanziarie sistemiche (le "cinque grandi crisi") intervenute dal 1970 in Spagna, Finlandia, Svezia, Norvegia e Giappone.

3) Crescita media del PIL in termini reali durante tutte le altre crisi finanziarie che hanno colpito alcuni paesi dell'OCSE dal 1970.

4) Crescita media del PIL in termini reali durante tutti gli episodi di recessione, non classificati come crisi, rilevati nei paesi dell'OCSE.

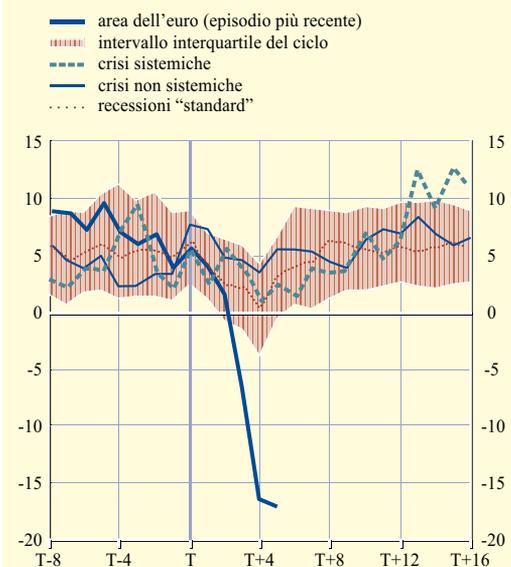
### 3.2 LE ESPORTAZIONI E IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Il recente ridimensionamento dell'attività economica reale dell'area dell'euro ha avuto una

- 7) Questi risultati sono in linea con le indicazioni secondo le quali le recessioni dei paesi dell'OCSE contraddistinte da una stretta creditizia e da una repentina caduta dei prezzi delle abitazioni sono state di norma più gravi e lunghe delle restanti registrate durante gli ultimi cinquant'anni (cfr. Claessens, S., Kose, M. e Terrones, M., *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?*, Working Paper del FMI, n. 274, 2008).
- 8) L'evidenza storica internazionale indica che nei periodi di ripresa successivi alle crisi finanziarie il prodotto è rimasto su bassi livelli in misura sostanziale e persistente (cfr. *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2009, capitolo 4). Di fatto, come si sostiene nel riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino, gli effetti di quest'ultima crisi finanziaria potrebbero avere abbassato il prodotto potenziale dell'area dell'euro.

**Figura 6 Esportazioni di beni e servizi**

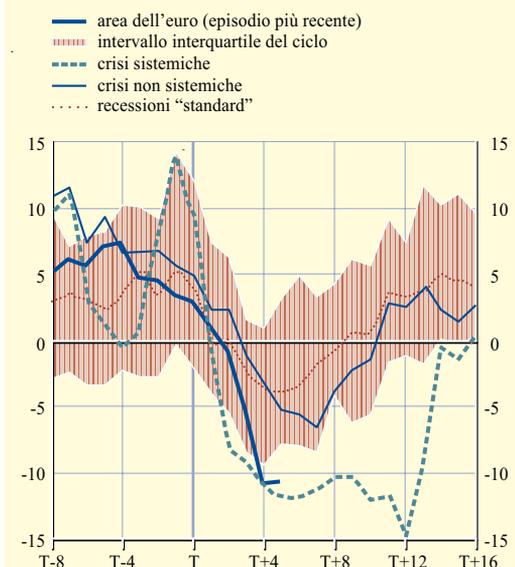
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

**Figura 7 Investimenti fissi lordi reali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

chiara contropartita nell'aggiustamento delle varie componenti della domanda; tuttavia l'effetto più marcato è stato di gran lunga sul commercio mondiale e in particolare sulle esportazioni dell'area, che sono diminuite in volume più che nelle recessioni e nelle crisi finanziarie precedenti (cfr. figura 6). Poiché il calo delle importazioni – seppur considerevole – è stato inferiore, tra la metà del 2008 e gli inizi del 2009 l'interscambio netto ha frenato sensibilmente la crescita economica. Mentre la rapida flessione del commercio internazionale è di difficile spiegazione sulla base delle regolarità empiriche passate, la diffusione della recessione a livello mondiale potrebbe essere stata esacerbata dall'integrazione internazionale dei processi produttivi dell'ultimo decennio, oltre che da altri fattori che hanno favorito una crescente sincronia tra gli andamenti commerciali (cfr. il riquadro 2). Movimenti così pronunciati delle esportazioni in termini di volume non trovano riscontro nelle crisi finanziarie o nelle recessioni "standard" registrate in passato nelle economie dell'OCSE.

### 3.3 LA SPESA PER INVESTIMENTI PRIVATI

Benché l'evoluzione in termini reali della spesa per investimenti privati sia stata peggiore nell'ultima recessione rispetto alla media dei precedenti episodi rilevati nei paesi dell'OCSE, il contrasto con il passato è apparso molto meno netto che nel caso dell'interscambio commerciale (cfr. figura 7). L'attuale calo dell'accumulazione va presumibilmente ricondotto in larga misura alla riduzione della domanda complessiva, ma anche la disponibilità di finanziamenti può avere agito da freno<sup>9)</sup>. La contrazione degli investimenti privati totali osservata fino ad oggi non si discosta da quanto registrato nelle crisi finanziarie sistemiche e nelle recessioni più gravi che hanno colpito l'OCSE in passato. L'esperienza storica suggerisce che tali casi sono seguiti da un periodo di protratta debolezza della spesa per l'acquisto di beni capitale. In media, le crisi finanziarie nei paesi dell'OCSE hanno comportato un pro-

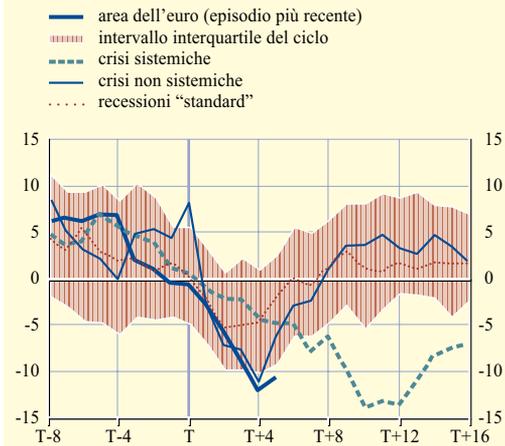
9) Cfr. il riquadro *Gli investimenti dell'area dell'euro durante l'attuale recessione* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

cesso di aggiustamento insolitamente protratto degli investimenti privati rispetto alle recessioni "standard", in particolare per il settore dell'edilizia residenziale (cfr. figura 8). La ripresa degli investimenti in abitazioni è di norma molto più debole dopo una crisi finanziaria sistemica che non dopo una non sistemica o una recessione "standard": ciò potrebbe riflettere la necessità di risanamento dei bilanci nel settore finanziario e in quello reale, oltre che una flessione sia della domanda sia dell'offerta di credito.

L'evoluzione della spesa per investimenti privati, oltre che per consumi, negli episodi precedenti presi in considerazione è in parte riconducibile all'impatto delle crisi sul settore bancario. Come mostra il riquadro 3, l'esperienza passata segnala che le debolezze di tale comparto sono di norma durevoli e che è quindi necessario seguirne da vicino gli andamenti e l'impatto macroeconomico.

**Figura 8 Investimenti reali in immobili residenziali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

### Riquadro 3

#### IL SETTORE BANCARIO DURANTE LE CRISI SISTEMICHE: INSEGNAMENTI DALL'ESPERIENZA PASSATA

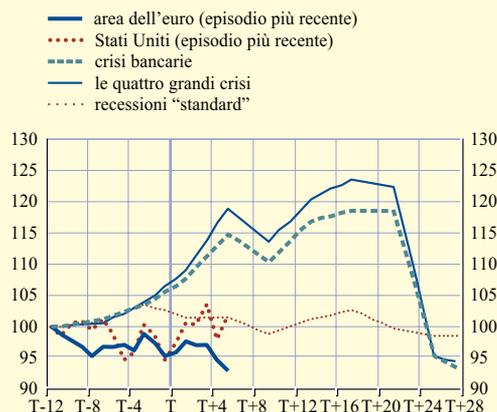
Il settore bancario costituisce l'epicentro della perdurante crisi finanziaria ed economica mondiale. In particolare, le ingenti perdite sulle esposizioni delle banche ai mercati malfunzionanti dei prodotti strutturati di credito – oltre che le svalutazioni dei loro portafogli di prestiti nel contesto dell'aggravamento della recessione – hanno minacciato la sostenibilità del settore bancario e il suo ruolo fondamentale nell'erogazione di servizi finanziari all'economia. Governi e banche centrali hanno reagito a queste gravi difficoltà con azioni risolutive su vastissima scala, intese a ripristinare la stabilità e la salute del settore e, di conseguenza, dell'economia nel suo insieme. Per valutare la portata dell'ultima crisi finanziaria e il successo delle varie misure di sostegno adottate dalle autorità pubbliche, questo riquadro mette a confronto i recenti andamenti del settore bancario nell'area dell'euro e negli Stati Uniti con quelli osservati durante le crisi finanziarie e le recessioni precedenti rilevate nei paesi dell'OCSE.

In particolare, si opera un confronto tra l'evoluzione media degli indicatori di capitalizzazione, credito, attività internazionale e dimensione del settore bancario in un intervallo intorno agli episodi di recessione e di crisi finanziarie (cfr. le figure da A a D). Per quanto concerne queste ultime, si considerano quelle occorse nei paesi dell'OCSE a partire dal 1979<sup>1)</sup>.

1) Per motivi di disponibilità dei dati, gli episodi considerati in questo riquadro (Norvegia, 1987; Stati Uniti, 1988; Finlandia, 1991; Svezia, 1991; Giappone, 1992; Islanda, 1993; Corea, 1997; Slovacchia, 1998) non coincidono con quelli presi in esame nel testo principale. Si farà riferimento alle crisi che hanno colpito Norvegia (1987), Finlandia (1991), Svezia (1991) e Giappone (1992) come le "quattro grandi crisi". Di fatto, alcuni osservatori sostengono che siano molto simili a quella attuale in termini sia di squilibri osservati durante il periodo immediatamente precedente il loro scoppio, sia di gravità della fase iniziale.

**Figura A La leva finanziaria del settore bancario**

(indice; trimestre T-12 = 100)

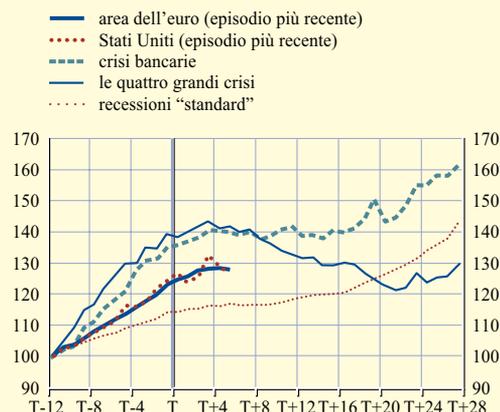


Fonti: OCSE, BCE e Federal Reserve System.

Note: per leva finanziaria si intende il rapporto tra le attività totali e la somma del capitale e delle riserve. I dati relativi alle crisi passate sono statistiche annuali dell'OCSE sul settore bancario, convertite a frequenza trimestrale mediante interpolazione lineare. Per le "crisi bancarie" e le "quattro grandi crisi", il trimestre "T" è quello di inizio della crisi; per le "recessioni standard", è il trimestre in cui il PIL ha raggiunto il suo punto di picco ciclico; per "Stati Uniti (episodio più recente)" e "area dell'euro (episodio più recente)" è il primo trimestre del 2008.

**Figura B Prestiti reali al settore privato**

(indice; trimestre T-12 = 100)



Fonti: FMI, BCE e Federal Reserve System.

Note: i prestiti sono deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo (IPC).  
Cfr. anche le note della figura A.

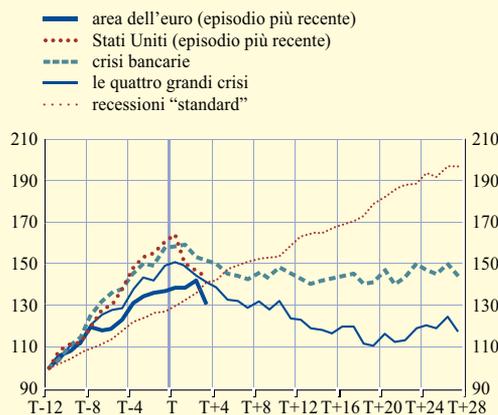
Ogni figura mostra l'evoluzione media del rispettivo indicatore sia nel complesso delle crisi bancarie per le quali sono disponibili dei dati ("crisi bancarie") sia nelle quattro più gravi ("quattro grandi crisi"), assumendo come trimestre di inizio della crisi ("T") il primo dell'anno in cui essa è scoppiata<sup>2)</sup>. Ciascuna figura evidenzia altresì gli andamenti dell'indicatore di riferimento durante gli episodi di recessione che hanno colpito i paesi dell'OCSE, ma che non sono stati accompagnati da turbolenze sistemiche del settore finanziario ("recessioni standard"), identificando con la lettera "T" il trimestre in cui il PIL ha raggiunto il suo massimo. Infine, si riporta l'evoluzione dell'indicatore durante l'ultima crisi finanziaria negli Stati Uniti ("Stati Uniti (episodio più recente)") e nell'area dell'euro ("area dell'euro (episodio più recente)"), con la lettera "T" a segnalare il primo trimestre del 2008.

La leva finanziaria del settore bancario (definita dal rapporto fra le attività totali e la somma del capitale e delle riserve; figura A) aumenta in genere durante le crisi finanziarie, in quanto la diminuzione delle attività totali non compensa interamente quella del capitale, che deriva soprattutto dalle perdite registrate. Per contro, nelle recessioni "standard" tale indice evidenzia una sostanziale stabilità o un calo. Risulta interessante notare che nell'episodio più recente di grave crisi finanziaria su scala mondiale la leva del settore bancario sia statunitense sia dell'area dell'euro ha evidenziato un'evoluzione sostanzialmente in linea con quanto osservato durante

2) Secondo la letteratura, si tratta in genere dell'anno in cui fallisce un gran numero di istituzioni bancarie o in cui i governi sono costretti ad attuare interventi su vasta scala per evitare fenomeni di insolvenza e il crollo del settore bancario. Contrariamente al testo principale, questo riquadro denota con "T" l'inizio della turbolenza. Gli indicatori bancari analizzati nel riquadro reagiscono rapidamente alla crisi e quindi la definizione di "T" come il momento in cui questa ha inizio contribuisce a distinguere chiaramente l'evoluzione degli indicatori stessi prima e dopo il suo scoppio.

**Figura C Attività e passività reali delle banche sull'estero in moneta locale**

(indice; trimestre T-12 = 100)

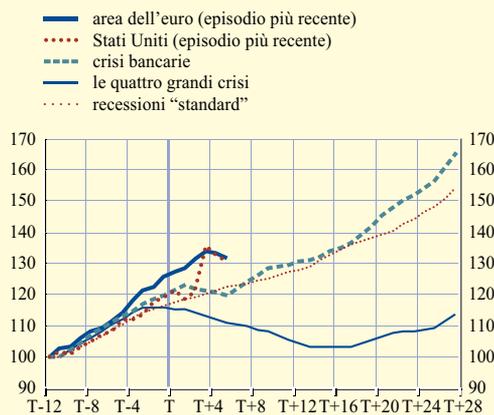


Fonti: BRI e FMI.

Note: le attività e le passività sull'estero sono convertite in moneta locale e deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo (IPC). La curva "area dell'euro (episodio più recente)" è costituita dalla somma delle attività e delle passività bancarie sull'estero relative ai 12 paesi membri per i quali sono disponibili, presso la BRI, statistiche a partire dal primo trimestre del 2005 (Belgio, Germania, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia).  
Cfr. anche le note della figura A.

**Figura D Attività totali delle banche**

(indice; trimestre T-12 = 100)



Fonti: OCSE, FMI, BCE e Federal Reserve System.

Note: le attività sono deflazionate con l'indice dei prezzi al consumo (IPC). I dati relativi alle crisi precedenti sono calcolati convertendo le statistiche bancarie annuali dell'OCSE in statistiche trimestrali.

Cfr. anche le note nella figura A.

le fasi negative di tipo "standard". Ciò sta a indicare che le politiche di ricapitalizzazione e le garanzie pubbliche potrebbero avere mitigato l'impatto della crisi<sup>3)</sup>.

L'ammontare dei prestiti reali del settore bancario (cfr. figura B) tende di norma a ristagnare per un periodo di tempo molto prolungato dopo una crisi finanziaria sistemica. Nei quattro casi più gravi, è calato in media per quattro anni. Nell'episodio più recente, la fase iniziale è stata più simile alle recessioni "standard", sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro.

L'attività bancaria internazionale, misurata in questo riquadro come la somma delle attività e delle passività bancarie internazionali (cfr. figura C), cala abitualmente dopo una crisi finanziaria, per poi ristagnare per diversi anni, riprendendosi in media solo dopo otto. Per contro, in genere non si rilevano variazioni significative a seguito di recessioni di tipo "standard". Durante l'ultima crisi finanziaria, l'evoluzione di questo indicatore negli Stati Uniti e nell'area dell'euro è stata sostanzialmente in linea con quella registrata negli episodi di turbolenza finanziaria precedenti.

Le attività totali delle banche in termini reali mostrano un decremento lieve e di breve durata dopo una crisi finanziaria sistemica (cfr. figura D). Nelle quattro grandi crisi selezionate hanno

3) Il deterioramento della redditività degli istituti di credito durante le crisi bancarie è molto maggiore che nelle recessioni "standard" (informazione non riportata nelle figure) poiché nelle prime si determinano perdite sistemiche. Negli episodi più gravi, le perdite durano in media quattro anni. Il forte peggioramento della redditività delle banche costituisce una determinante importante del loro basso livello di capitalizzazione negli anni successivi alla crisi.

continuato a scendere per 3-4 anni, mentre nelle recessioni “standard” non hanno di norma evidenziato variazioni di rilievo. La loro crescita negli Stati Uniti e nell’area dell’euro durante la fase precedente l’ultima crisi finanziaria è stata più rapida che negli episodi passati.

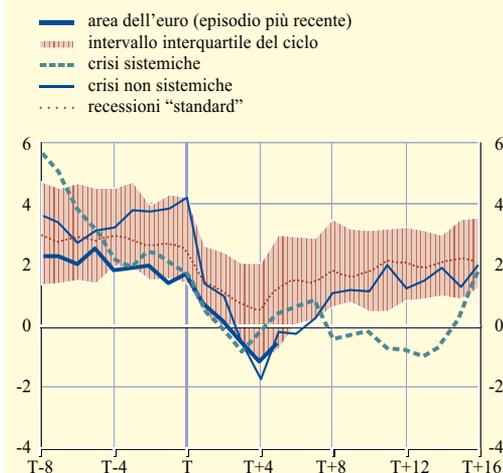
Tenendo a mente l’avvertenza che il profilo tipico delle precedenti crisi finanziarie si ottiene calcolando la media di una serie di episodi eterogenei fra loro e riguardanti paesi con strutture economiche e finanziarie diverse, i riscontri presentati in questo riquadro indicano che gli interventi sul piano delle politiche potrebbero avere in qualche misura attenuato l’impatto della crisi più recente. Ciò nonostante, lo stato di salute finanziario del settore bancario richiede ancora un’attenta osservazione in quanto l’esperienza passata insegna che le sue debolezze sono di norma persistenti.

### 3.4 LA SPESA PER CONSUMI PRIVATI E IL MERCATO DEL LAVORO

La spesa per consumi privati nell’area dell’euro si è notevolmente indebolita durante l’ultima recessione; ciò è in linea con le esperienze passate, caratterizzate da cali più marcati nelle crisi finanziarie che nelle fasi negative di tipo “standard” (cfr. figura 9). Due fattori sono all’origine della debolezza. Il primo è l’aumento del saggio di risparmio delle famiglie, che accrescono gli accantonamenti precauzionali per finanziare cali di reddito inattesi, oppure risparmiano maggiormente lungo il ciclo vitale per compensare le perdite di bilancio<sup>10</sup>. Di fatto, a partire dal terzo trimestre del 2008 il tasso di risparmio è aumentato repentinamente per l’effetto congiunto di livelli di incertezza insolitamente elevati e di prezzi delle attività generalmente bassi. Il secondo fattore è costituito dalla flessione dei redditi delle famiglie riconducibile alle conseguenze della recessione. In particolare, come nelle crisi finanziarie passate, la dinamica dell’occupazione si è notevolmente indebolita (cfr. figura 10). Negli episodi sistemici precedenti, i livelli occupazionali si sono mantenuti molto modesti anche dopo il punto di minimo del ciclo economico, con la conseguenza che il tasso di disoccupazione è rimasto ben superiore al livello antecedente la crisi per un protratto lasso temporale. Nella fase più recente, la riduzione del numero di ore lavorate per addetto ha consentito alle imprese di contenere l’indebolimento dell’occupazione. Benché ciò possa limitare l’aggiustamento dei livelli occupazionali nel breve periodo, questi ultimi, nel-

Figura 9 Consumi privati reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



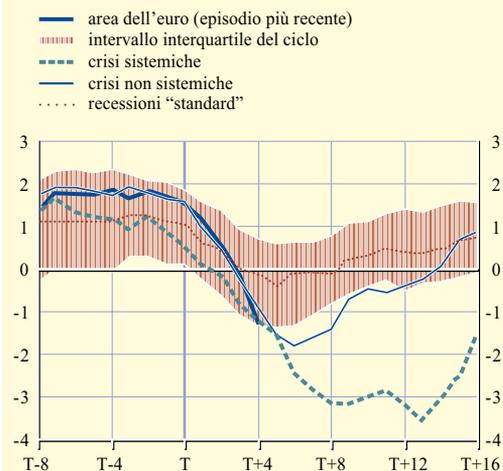
Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

l’esperienza storica delle crisi finanziarie, hanno di norma subito correzioni di ampia misura, in particolare nei casi in cui si è registrato un eccesso di capacità in determinati settori (quali le costruzioni e il settore finanziario nell’episodio corrente).

10) Negli ultimi anni l’incremento di valore delle attività detenute può avere sostituito in misura importante il risparmio tradizionale delle famiglie connesso al ciclo di vita, ma il suo ruolo appare più pronunciato negli Stati Uniti che nelle grandi economie dell’area dell’euro (cfr., ad esempio, Hiebert, P., *Household Saving and Asset Valuations in Selected Industrialised Countries*, Research Discussion Paper della Reserve Bank of Australia, n.7, 2006).

Figura 10 Occupazione

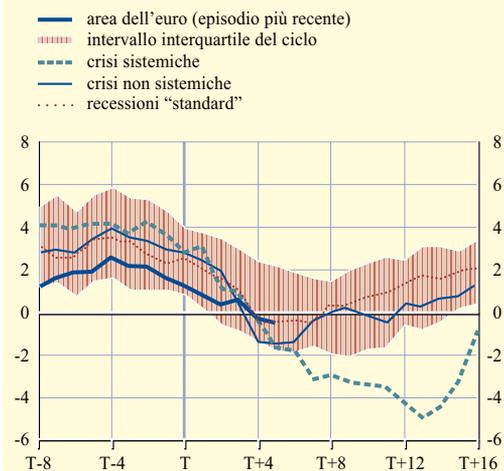
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

Figura 11 Salari reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: BCE e OCSE.  
Nota: cfr. le note della figura 5.

Rispetto al passato, nella fase attuale i salari reali hanno finora evidenziato un minore indebolimento (cfr. figura 11), riflettendo in parte la correzione meno pronunciata dei livelli occupazionali e la diminuzione dell'inflazione. Il dato rispecchia inoltre il fatto che molti accordi salariali sono stati siglati nel 2008, quando le prospettive economiche erano più favorevoli e i tassi di inflazione superiori. Storicamente gli effetti negativi sui salari reali sono stati molto pronunciati negli episodi di recessione seguiti a una crisi finanziaria, con cali nei livelli protrattisi per diversi anni.

Gli andamenti rilevati nelle fasi di ripresa del passato sembrano indicare che, dopo una recessione "standard" o una crisi non sistemica, i consumi privati favoriscono il ritorno a condizioni di crescita economica. Gli episodi sistemici sono invece contraddistinti da una debolezza molto più protratta della spesa delle famiglie, che evidenzia una dinamica simile a quella degli investimenti privati. Ciò è presumibilmente riconducibile all'esistenza di sottostanti fattori comuni, quali il risanamento dei bilanci e la restrizione dei flussi creditizi.

#### 4 CONCLUSIONI

Questo articolo ha inteso inquadrare in una prospettiva storica la più recente fase ciclica negativa nell'area dell'euro, esaminando le recessioni e le crisi che, a partire dal 1970, hanno interessato l'area (o, prima del 1999, un aggregato di sintesi della stessa) e le altre economie dell'OCSE. Anche se ciascun episodio è per molti versi unico, si possono riscontrare alcune regolarità empiriche. In particolare, si rilevano numerose analogie nei comportamenti degli aggregati macroeconomici rilevati durante la recente recessione dell'area dell'euro e le crisi finanziarie che hanno colpito le economie dell'OCSE nel periodo preso in esame. Un fattore che ha acuito la gravità dell'ultima fase negativa è tuttavia costituito dalla netta contrazione dell'interscambio commerciale, in aggiunta al calo significativo della spesa per investimenti e per consumi privati osservato anche negli episodi precedenti. La rapida flessione del commercio in termini di volume è stata molto superiore rispetto al passato: ciò ha riflesso sia la natura globale di questa recessione sia l'aumento dei legami interregionali osservato negli ultimi anni, oltre che il malfunzionamento

dei finanziamenti delle operazioni commerciali connesso alla crisi.

Allo stesso tempo, la portata e la diffusione delle turbolenze finanziarie hanno dato origine a una reazione molto decisa sul piano delle politiche macroeconomiche. L'Eurosistema è intervenuto rapidamente per assicurare che il rischio sulla liquidità non si trasformasse in una crisi di carattere sistemico, fornendo un considerevole sostegno a famiglie e imprese. Anche l'azione dei singoli governi ha offerto un supporto fondamentale all'attività economica e alla stabilità finanziaria.

In prospettiva, i profili delle fasi di ripresa che hanno fatto seguito alle crisi finanziarie del passato prefigurano la possibilità di un recupero di tipo graduale dell'economia dell'area dell'euro. È tuttavia presumibile che nel frattempo l'incertezza resti elevata. L'episodio più recente ha fatto sorgere l'esigenza di correzioni sostanziali nei bilanci dei settori finanziario e non, un processo che condiziona la dinamica della domanda e che richiede tempo per essere completato. Infine, poiché le crisi finanziarie si accompagnano di norma a un orientamento fiscale decisamente espansivo, esiste in generale la necessità di un successivo risanamento dei conti pubblici.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## 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 delle IFM 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](mailto: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](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

#### **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 <sup>9</sup>                    |
| (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<sup>1)</sup>

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

### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro<sup>5)</sup>

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

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

|               | Bilancia dei pagamenti (flussi netti)    |       |                         |                                | Riserve ufficiali<br>(posizioni<br>di fine periodo) | Tasso di cambio effettivo<br>dell'euro: TCE-21 <sup>6)</sup><br>(1° trim. 1999 = 100) |             | Tasso di cambio<br>USD/EUR |
|---------------|--|-------|-------------------------|--------------------------------|---|---|-------------|----------------------------|
|               | Conto<br>corrente<br>e conto<br>capitale | Beni  | Investimenti<br>diretti | Investimenti<br>di portafoglio |   | Nominale  | Reale (IPC) |                            |
|               |  |       |                         |                                |   |   |             |                            |
| 2007          | 15,7                                     | 46,0  | -72,9                   | 151,3                          | 347,2   | 107,9   | 109,0       | 1,3705                     |
| 2008          | -133,3                                   | -11,4 | -189,0                  | 350,5                          | 374,2   | 113,0   | 113,6       | 1,4708                     |
| 2008 4° trim. | -30,5                                    | -1,9  | -61,1                   | 152,7                          | 374,2   | 109,1   | 109,6       | 1,3180                     |
| 2009 1° trim. | -36,6                                    | -7,7  | -58,8                   | 129,9                          | 395,7   | 111,9   | 112,2       | 1,3029                     |
| 2° trim.      | -17,4                                    | 12,5  | -0,6                    | 98,1                           | 381,5   | 113,2   | 113,4       | 1,3632                     |
| 3° trim.      | .  | .     | .                       | .                              | 430,8   | 114,3   | 114,2       | 1,4303                     |
| 2009 mag.     | -13,0                                    | 2,0   | 6,0                     | 37,9                           | 392,2   | 113,0   | 113,2       | 1,3650                     |
| giu.          | 3,8                                      | 6,5   | -11,4                   | 42,0                           | 381,5   | 114,0   | 114,2       | 1,4016                     |
| lug.          | 10,7                                     | 12,6  | 8,5                     | -3,0                           | 386,5   | 113,8   | 113,7       | 1,4088                     |
| ago.          | -3,5                                     | -0,6  | 3,8                     | 53,4                           | 428,0   | 113,9   | 113,9       | 1,4268                     |
| set.          | .  | .     | .                       | .                              | 430,8   | 115,2   | 115,0       | 1,4562                     |
| ott.          | .  | .     | .                       | .                              | .   | 116,6   | 116,3       | 1,4816                     |

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 sezione 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

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

#### 1. Attività

|   | 9 ottobre 2009   | 16 ottobre 2009  | 23 ottobre 2009  | 30 ottobre 2009  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Oro e crediti in oro</b>   | 238.167          | 238.168          | 238.169          | 238.169          |
| <b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>             | 193.681          | 194.322          | 195.007          | 194.720          |
| <b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>                 | 48.937           | 47.732           | 44.109           | 43.030           |
| <b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>               | 15.418           | 15.007           | 15.313           | 16.430           |
| <b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>          | 694.579          | 691.350          | 679.583          | 672.303          |
| Operazioni di rifinanziamento principali                                      | 62.620           | 62.265           | 50.503           | 49.360           |
| Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine                             | 631.850          | 628.967          | 628.964          | 622.749          |
| Operazioni temporanee di fine-tuning  | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Operazioni temporanee di tipo strutturale                                     | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Operazioni di rifinanziamento marginale                                       | 85               | 94               | 79               | 139              |
| Crediti connessi a scarti di garanzia   | 25               | 24               | 38               | 56               |
| <b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b> | 23.969           | 22.176           | 21.115           | 19.860           |
| <b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>                 | 322.880          | 324.173          | 325.438          | 323.540          |
| Titoli detenuti per finalità di politica monetaria                            | 17.353           | 18.299           | 19.746           | 20.641           |
| Altri titoli  | 305.527          | 305.874          | 305.692          | 302.899          |
| <b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>                     | 36.204           | 36.205           | 36.205           | 36.195           |
| <b>Altre attività</b>   | 228.907          | 232.255          | 231.184          | 234.753          |
| <b>Attività totali</b>  | <b>1.802.742</b> | <b>1.801.388</b> | <b>1.786.122</b> | <b>1.779.000</b> |

#### 2. Passività

|   | 9 ottobre 2009   | 16 ottobre 2009  | 23 ottobre 2009  | 30 ottobre 2009  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Banconote in circolazione</b>  | 772.263          | 770.871          | 768.735          | 771.610          |
| <b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>       | 321.317          | 321.978          | 300.265          | 277.334          |
| Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)                                | 176.524          | 253.982          | 219.566          | 189.499          |
| Depositi overnight  | 144.784          | 67.995           | 80.697           | 87.833           |
| Depositi a tempo determinato  | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Operazioni temporanee di fine tuning  | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Depositi connessi a scarti di garanzia  | 9                | 1                | 1                | 1                |
| <b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b> | 169              | 312              | 368              | 412              |
| <b>Certificati di debito</b>  | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>              | 152.328          | 158.272          | 167.352          | 182.279          |
| <b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>                | 78.874           | 70.877           | 69.651           | 65.750           |
| <b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>                  | 4.551            | 3.959            | 2.456            | 4.532            |
| <b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>              | 8.133            | 9.323            | 11.043           | 8.127            |
| <b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>   | 50.906           | 50.906           | 50.906           | 50.906           |
| <b>Altre passività</b>  | 148.991          | 149.679          | 150.135          | 152.838          |
| <b>Rivalutazioni</b>  | 192.254          | 192.254          | 192.254          | 192.254          |
| <b>Capitale e riserve</b>   | 72.957           | 72.957           | 72.957           | 72.957           |
| <b>Passività totali</b>   | <b>1.802.742</b> | <b>1.801.388</b> | <b>1.786.122</b> | <b>1.779.000</b> |

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 <sup>1)</sup> | 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 <sup>2)</sup>               | 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 <sup>3)</sup>              | 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 <sup>4)</sup>               | 3,25   | 0,50                    | -  | -                      | -          | 4,25                                    | -0,50      |
| 15 <sup>5)</sup>              | 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 <sup>1), 2)</sup>

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

#### 1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine <sup>3), 4)</sup>

| 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 <sup>5)</sup> |                                  |
|   | 1                 | 2                      | 3                   | 4                      | 5           | 6                       | 7                             | 8                                |
| Operazioni di rifinanziamento principali          |                   |                        |                     |                        |             |                         |                               |                                  |
| 2009 8 lug.                                       | 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                                |
| 14  | 61.565            | 218                    | 61.565              | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 7                                |
| 21  | 49.803            | 224                    | 49.803              | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 7                                |
| 28  | 48.660            | 188                    | 48.660              | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 7                                |
| 4 nov.  | 46.201            | 170                    | 46.201              | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 7                                |
| Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine |                   |                        |                     |                        |             |                         |                               |                                  |
| 2009 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                              |
| 14  | 7.741             | 19                     | 7.741               | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 28                               |
| 29  | 3.284             | 25                     | 3.284               | 1,00                   | -           | -                       | -                             | 91                               |

#### 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 <sup>5)</sup> |                                  |
|                     | 1  | 2                 | 3                      | 4                   | 5                      | 6           | 7                       | 8                        | 9                             | 10                               |
| 2008 6 ott.         | 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 set.              | Raccolta di depositi a tempo determinato | 196.299           | 157                    | 195.099             | -                      | -           | 1,00                    | 0,80                     | 0,73                          | 1                                |
| 13 ott.             | Raccolta di depositi a tempo determinato | 170.131           | 160                    | 169.680             | -                      | -           | 1,00                    | 0,80                     | 0,74                          | 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 <sup>1)</sup> | 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 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.                  | 18.432,9                  | 9.891,2   | 818,9                                   | 2.436,0  | 1.204,6   | 4.082,1                                |  |
| ago.                  | 18.319,0                  | 9.817,8   | 799,7                                   | 2.427,1  | 1.172,3   | 4.102,1                                |  |

**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          | 214,7                                       | 1,1                | 0,0          | 1,00  |
| 10 nov.                                | 211,8          | .   | .                  | .            | .   |

**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 <sup>2)</sup> | Depositi overnight presso l'Eurosistema | Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup> | Banconote in circolazione | Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema | Altri fattori (netto) <sup>4)</sup> |   |                |
| 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 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        |
| 13 ott.                                | 421,4   | 79,1                                     | 616,9   | 0,3                                     | 14,3  | 109,6                                   | 12,9  | 768,8                     | 139,0  | -113,1                              | 214,7                                       | 1.093,1        |

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>.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> | 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                      | 2.046,2  | 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           | 316,1          |
| 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.                      | 2.723,7  | 1.451,3                                  | 17,6                      | 0,7             | 1.433,1 | 400,6   | 332,1                     | 3,3             | 65,3    | -   | 15,7  | 518,5  | 16,4           | 321,2          |
| set. <sup>(p)</sup>       | 2.746,8  | 1.465,9                                  | 17,6                      | 0,7             | 1.447,7 | 408,4   | 336,0                     | 3,3             | 69,2    | -   | 16,1  | 517,6  | 16,6           | 322,2          |
| IFM escluso l'Eurosistema |          |  |                           |                 |         |   |                           |                 |         |   |   |  |                |                |
| 2007                      | 29.440,2 | 16.893,2                                 | 954,5                     | 10.144,4        | 5.794,2 | 3.890,6   | 1.197,1                   | 953,2           | 1.740,4 | 93,5  | 1.293,8   | 4.878,7  | 205,7          | 2.184,7        |
| 2008                      | 31.837,2 | 18.052,0                                 | 967,7                     | 10.771,7        | 6.312,6 | 4.630,9   | 1.244,7                   | 1.406,7         | 1.979,5 | 98,7  | 1.199,5   | 4.754,3  | 211,5          | 2.890,1        |
| 2009 1° trim.             | 31.752,2 | 17.913,7                                 | 970,6                     | 10.815,0        | 6.128,1 | 4.920,1   | 1.387,3                   | 1.446,9         | 2.085,8 | 104,1   | 1.185,5   | 4.545,7  | 215,1          | 2.867,9        |
| 2009 apr.                 | 31.863,3 | 17.912,4                                 | 982,4                     | 10.811,9        | 6.118,1 | 4.993,8   | 1.405,1                   | 1.473,1         | 2.115,6 | 104,0   | 1.217,7   | 4.610,6  | 214,0          | 2.810,9        |
| mag.                      | 31.532,7 | 17.864,5                                 | 974,7                     | 10.809,4        | 6.080,4 | 5.042,6   | 1.422,0                   | 1.477,4         | 2.143,2 | 102,6   | 1.214,7   | 4.476,7  | 214,5          | 2.617,2        |
| giu.                      | 31.813,5 | 18.051,1                                 | 998,2                     | 10.836,2        | 6.216,7 | 5.081,3   | 1.466,2                   | 1.491,6         | 2.123,5 | 95,6  | 1.198,9   | 4.431,3  | 215,2          | 2.740,2        |
| lug.                      | 31.715,7 | 17.945,9                                 | 998,9                     | 10.799,5        | 6.147,6 | 5.106,0   | 1.475,8                   | 1.489,4         | 2.140,8 | 95,3  | 1.204,8   | 4.390,3  | 215,8          | 2.757,5        |
| ago.                      | 31.498,2 | 17.783,0                                 | 1.003,8                   | 10.734,8        | 6.044,4 | 5.104,0   | 1.475,6                   | 1.492,8         | 2.135,6 | 94,8  | 1.212,8   | 4.343,4  | 215,9          | 2.744,3        |
| set. <sup>(p)</sup>       | 31.269,8 | 17.666,0                                 | 994,0                     | 10.774,9        | 5.897,0 | 5.111,0   | 1.501,6                   | 1.491,4         | 2.118,0 | 90,6  | 1.223,0   | 4.265,3  | 216,3          | 2.697,6        |

#### 2. Passività

|                           | Totale   | Banconote e monete in circolazione | Depositi di residenti nell'area dell'euro |                          |   |         | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup> | Obbligazioni <sup>4)</sup> | 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                      | 2.046,2  | 697,0                              | 714,7                                     | 23,9                     | 19,1  | 671,8   | -   | 0,1                        | 238,0              | 113,9   | 282,5           |
| 2008                      | 2.982,9  | 784,7                              | 1.217,5                                   | 68,8                     | 16,6  | 1.132,1 | -   | 0,1                        | 273,8              | 377,8   | 329,0           |
| 2009 1° trim.             | 2.783,6  | 768,9                              | 1.114,9                                   | 135,6                    | 23,3  | 956,0   | -   | 0,1                        | 296,4              | 296,0   | 307,4           |
| 2009 apr.                 | 2.710,2  | 781,0                              | 1.046,9                                   | 140,3                    | 21,5  | 885,1   | -   | 0,1                        | 293,2              | 269,3   | 319,7           |
| mag.                      | 2.678,1  | 783,4                              | 1.053,1                                   | 137,2                    | 19,0  | 897,0   | -   | 0,1                        | 291,5              | 243,6   | 306,3           |
| giu.                      | 2.893,4  | 785,9                              | 1.257,5                                   | 125,1                    | 23,6  | 1.108,7 | -   | 0,1                        | 283,3              | 202,6   | 364,0           |
| lug.                      | 2.734,4  | 795,1                              | 1.106,7                                   | 128,2                    | 20,2  | 958,2   | -   | 0,1                        | 286,7              | 187,1   | 358,8           |
| ago.                      | 2.723,7  | 790,0                              | 1.097,0                                   | 124,0                    | 21,7  | 951,3   | -   | 0,1                        | 288,6              | 177,2   | 370,8           |
| set. <sup>(p)</sup>       | 2.746,8  | 789,7                              | 1.149,0                                   | 138,4                    | 23,0  | 987,6   | -   | 0,1                        | 292,7              | 154,1   | 361,2           |
| IFM escluso l'Eurosistema |          |                                    |   |                          |   |         |   |                            |                    |   |                 |
| 2007                      | 29.440,2 | -                                  | 15.082,1                                  | 126,9                    | 8.867,5   | 6.087,7 | 754,1   | 4.631,0                    | 1.683,6            | 4.538,2   | 2.751,1         |
| 2008                      | 31.837,2 | -                                  | 16.741,8                                  | 190,8                    | 9.689,8   | 6.861,2 | 825,1   | 4.848,3                    | 1.767,3            | 4.402,7   | 3.251,9         |
| 2009 1° trim.             | 31.752,2 | -                                  | 16.597,4                                  | 216,2                    | 9.772,1   | 6.609,1 | 885,2   | 4.936,1                    | 1.778,3            | 4.349,8   | 3.205,2         |
| 2009 apr.                 | 31.863,3 | -                                  | 16.630,2                                  | 197,2                    | 9.852,4   | 6.580,6 | 886,1   | 4.976,7                    | 1.790,6            | 4.404,8   | 3.175,0         |
| mag.                      | 31.532,7 | -                                  | 16.553,3                                  | 194,4                    | 9.859,9   | 6.499,0 | 874,5   | 5.001,4                    | 1.802,3            | 4.273,0   | 3.028,3         |
| giu.                      | 31.813,5 | -                                  | 16.768,0                                  | 227,1                    | 9.913,1   | 6.627,8 | 837,5   | 4.985,0                    | 1.840,0            | 4.236,8   | 3.146,1         |
| lug.                      | 31.715,7 | -                                  | 16.601,4                                  | 170,0                    | 9.883,5   | 6.547,8 | 853,6   | 5.009,0                    | 1.854,3            | 4.198,5   | 3.199,0         |
| ago.                      | 31.498,2 | -                                  | 16.444,2                                  | 148,9                    | 9.873,2   | 6.422,2 | 854,4   | 5.004,5                    | 1.875,2            | 4.133,4   | 3.186,4         |
| set. <sup>(p)</sup>       | 31.269,8 | -                                  | 16.350,0                                  | 156,8                    | 9.905,4   | 6.287,8 | 829,3   | 4.961,2                    | 1.881,0            | 4.081,8   | 3.166,5         |

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 <sup>1)</sup>**  
(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             |
| <b>Consistenze</b>      |          |  |                           |                 |   |                           |                 |   |  |                |                |
| 2007                    | 22.316,2 | 11.117,4                                 | 972,3                     | 10.145,1        | 2.377,3   | 1.422,2                   | 955,1           | 882,2   | 5.274,0  | 220,9          | 2.444,3        |
| 2008                    | 24.109,4 | 11.758,6                                 | 986,3                     | 10.772,3        | 2.961,8   | 1.552,7                   | 1.409,1         | 786,1   | 5.231,1  | 227,2          | 3.144,4        |
| 2009 1° trim.           | 24.154,5 | 11.804,9                                 | 989,3                     | 10.815,6        | 3.159,5   | 1.710,1                   | 1.449,4         | 770,0   | 5.036,0  | 230,8          | 3.153,2        |
| 2009 apr.               | 24.237,2 | 11.813,0                                 | 1.000,5                   | 10.812,5        | 3.207,0   | 1.731,6                   | 1.475,4         | 795,5   | 5.098,1  | 229,8          | 3.093,8        |
| mag.                    | 23.913,1 | 11.802,9                                 | 992,8                     | 10.810,1        | 3.224,8   | 1.744,9                   | 1.479,9         | 792,9   | 4.965,5  | 230,2          | 2.896,7        |
| giu.                    | 24.078,2 | 11.852,7                                 | 1.015,9                   | 10.836,8        | 3.287,6   | 1.793,2                   | 1.494,4         | 780,7   | 4.912,0  | 231,5          | 3.013,6        |
| lug.                    | 24.031,1 | 11.816,7                                 | 1.016,6                   | 10.800,1        | 3.296,1   | 1.803,7                   | 1.492,4         | 777,7   | 4.874,0  | 232,3          | 3.034,4        |
| ago.                    | 23.945,5 | 11.756,8                                 | 1.021,4                   | 10.735,4        | 3.303,8   | 1.807,7                   | 1.496,0         | 774,1   | 4.861,9  | 232,4          | 3.016,6        |
| set. <sup>(p)</sup>     | 23.896,6 | 11.787,1                                 | 1.011,6                   | 10.775,5        | 3.332,3   | 1.837,6                   | 1.494,7         | 790,7   | 4.782,9  | 232,9          | 2.970,7        |
| <b>Transazioni</b>      |          |  |                           |                 |   |                           |                 |   |  |                |                |
| 2007                    | 2.572,1  | 1.014,6                                  | -9,9                      | 1.024,5         | 232,2   | -46,3                     | 278,5           | 55,5  | 806,4  | -0,5           | 464,4          |
| 2008                    | 1.599,7  | 597,7                                    | 12,4                      | 585,3           | 372,5   | 58,1                      | 314,5           | -56,1   | -81,2  | -2,1           | 769,4          |
| 2009 2° trim.           | -228,6   | 68,4                                     | 27,0                      | 41,4            | 139,7   | 89,3                      | 50,3            | 6,0   | -63,6  | 0,6            | -380,6         |
| 3° trim. <sup>(p)</sup> | -147,8   | -44,5                                    | -4,2                      | -40,4           | 37,2  | 39,8                      | -2,6            | -5,7  | -91,0  | 1,7            | -45,2          |
| apr.                    | 56,5     | 7,3                                      | 11,3                      | -4,0            | 48,2  | 21,2                      | 27,0            | 21,2  | 41,2   | -1,1           | -60,3          |
| mag.                    | -217,3   | 6,6                                      | -7,4                      | 13,9            | 29,0  | 20,7                      | 8,3             | -3,3  | -52,8  | 0,4            | -198,2         |
| giu.                    | -67,8    | 54,6                                     | 23,1                      | 31,5            | 62,5  | 47,5                      | 15,1            | -11,9   | -52,1  | 1,2            | -122,1         |
| lug.                    | -51,7    | -29,3                                    | 0,7                       | -30,0           | 3,2   | -2,9                      | -3,1            | -7,4  | -38,7  | 1,0            | 19,5           |
| ago.                    | -96,6    | -56,8                                    | 4,8                       | -61,7           | 6,3   | 3,5                       | 2,9             | -6,9  | -22,3  | 0,1            | -17,1          |
| set. <sup>(p)</sup>     | 0,5      | 41,6                                     | -9,7                      | 51,2            | 27,7  | 30,1                      | -2,4            | 8,7   | -30,1  | 0,6            | -47,6          |

**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 <sup>2)</sup> | Obbligazioni <sup>3)</sup> | Capitale e riserve | Passività verso non residenti nell'area dell'euro | Altre passività | Eccesso di passività tra IFM |
|-------------------------|----------|------------------------------------|---|---|---|----------------------------|--------------------|---|-----------------|------------------------------|
|                         |          |                                    |   |   |   |                            |                    |   |                 |                              |
| <b>Consistenze</b>      |          |                                    |   |   |   |                            |                    |   |                 |                              |
| 2007                    | 22.316,2 | 638,6                              | 150,8                                   | 8.886,6   | 660,4   | 2.849,2                    | 1.492,7            | 4.652,1   | 3.033,6         | -48,0                        |
| 2008                    | 24.109,4 | 722,9                              | 259,6                                   | 9.706,5   | 726,1   | 2.828,6                    | 1.613,4            | 4.780,5   | 3.580,9         | -109,5                       |
| 2009 1° trim.           | 24.154,5 | 719,9                              | 351,8                                   | 9.795,4   | 780,8   | 2.801,4                    | 1.645,2            | 4.645,9   | 3.512,6         | -98,9                        |
| 2009 apr.               | 24.237,2 | 729,2                              | 337,5                                   | 9.873,9   | 781,8   | 2.811,9                    | 1.646,9            | 4.674,1   | 3.494,7         | -113,1                       |
| mag.                    | 23.913,1 | 732,0                              | 331,5                                   | 9.878,9   | 771,6   | 2.808,1                    | 1.657,1            | 4.516,6   | 3.334,7         | -117,6                       |
| giu.                    | 24.078,2 | 735,0                              | 352,3                                   | 9.936,7   | 741,7   | 2.806,0                    | 1.690,1            | 4.439,4   | 3.510,1         | -133,3                       |
| lug.                    | 24.031,1 | 745,5                              | 298,2                                   | 9.903,8   | 758,0   | 2.807,4                    | 1.698,6            | 4.385,5   | 3.557,8         | -123,9                       |
| ago.                    | 23.945,5 | 741,2                              | 272,8                                   | 9.894,9   | 759,3   | 2.803,8                    | 1.709,4            | 4.310,6   | 3.557,2         | -104,0                       |
| set. <sup>(p)</sup>     | 23.896,6 | 740,6                              | 295,2                                   | 9.928,3   | 738,4   | 2.774,1                    | 1.725,4            | 4.235,9   | 3.527,7         | -69,3                        |
| <b>Transazioni</b>      |          |                                    |   |   |   |                            |                    |   |                 |                              |
| 2007                    | 2.572,1  | 45,8                               | -13,4                                   | 838,7   | 54,5  | 269,4                      | 150,2              | 822,4   | 474,8           | -70,4                        |
| 2008                    | 1.599,7  | 83,2                               | 106,1                                   | 603,9   | 29,8  | -30,2                      | 142,2              | 81,4  | 609,1           | -25,8                        |
| 2009 2° trim.           | -228,6   | 15,0                               | 0,5                                     | 149,5   | -20,0   | 18,4                       | 53,3               | -169,6  | -238,4          | -37,3                        |
| 3° trim. <sup>(p)</sup> | -147,8   | 5,7                                | -45,6                                   | 5,0   | -2,7  | -15,1                      | 18,0               | -133,8  | -44,5           | 65,2                         |
| apr.                    | 56,5     | 9,3                                | -14,0                                   | 75,5  | 2,3   | 5,5                        | 4,5                | 7,0   | -19,8           | -13,7                        |
| mag.                    | -217,3   | 2,8                                | -5,9                                    | 17,0  | 0,6   | 15,3                       | 11,1               | -84,1   | -163,3          | -11,0                        |
| giu.                    | -67,8    | 3,0                                | 20,5                                    | 56,9  | -22,9   | -2,4                       | 37,7               | -92,5   | -55,4           | -12,6                        |
| lug.                    | -51,7    | 10,5                               | -54,1                                   | -32,6   | 16,0  | 0,4                        | 2,7                | -51,3   | 41,4            | 15,3                         |
| ago.                    | -96,6    | -4,3                               | -14,0                                   | -6,4  | 1,1   | 2,2                        | 6,3                | -52,7   | -46,0           | 17,3                         |
| set. <sup>(p)</sup>     | 0,5      | -0,5                               | 22,4                                    | 44,0  | -19,7   | -17,6                      | 9,0                | -29,7   | -39,8           | 32,5                         |

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 <sup>1)</sup>

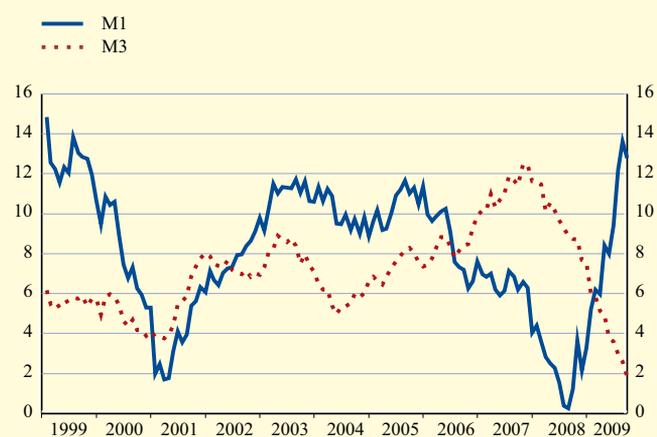
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> 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 <sup>3)</sup> |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|--------------------------------------|---------------------------------------|--|--|----------|---------|--|
|                               | M1      | M2-M1   | M2      | M3-M2   | Prestiti |                                      |                                       |  | Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup> |          |         |  |
|                               | 1       | 2       | 3       | 4       | 5        | 6                                    | 7                                     | 8                                      | 9  | 10       | 11      | 12                                       |
| <b>Consistenze</b>            |         |         |         |         |          |                                      |                                       |  |  |          |         |  |
| 2007                          | 3.830,5 | 3.509,8 | 7.340,3 | 1.305,8 | 8.646,1  | -                                    | 5.968,3                               | 2.416,4                                | 12.009,8   | 10.162,0 | -       | 596,2                                    |
| 2008                          | 3.974,2 | 4.035,5 | 8.009,7 | 1.376,8 | 9.386,5  | -                                    | 6.294,2                               | 2.562,3                                | 12.989,5   | 10.788,1 | -       | 423,5                                    |
| 2009 1° trim.                 | 4.118,8 | 3.956,5 | 8.075,3 | 1.310,9 | 9.386,2  | -                                    | 6.443,5                               | 2.687,5                                | 13.034,1   | 10.813,5 | -       | 390,0                                    |
| 2009 apr.                     | 4.193,5 | 3.951,9 | 8.145,4 | 1.312,9 | 9.458,3  | -                                    | 6.468,8                               | 2.712,8                                | 13.013,6   | 10.797,2 | -       | 453,5                                    |
| mag.                          | 4.186,9 | 3.928,3 | 8.115,2 | 1.277,8 | 9.393,0  | -                                    | 6.501,1                               | 2.721,9                                | 13.025,1   | 10.798,9 | -       | 498,9                                    |
| giu.                          | 4.236,8 | 3.894,5 | 8.131,3 | 1.275,5 | 9.406,8  | -                                    | 6.546,5                               | 2.792,5                                | 13.073,3   | 10.810,1 | -       | 474,1                                    |
| lug.                          | 4.332,6 | 3.847,0 | 8.179,5 | 1.250,0 | 9.429,5  | -                                    | 6.572,9                               | 2.815,3                                | 13.044,4   | 10.767,3 | -       | 488,5                                    |
| ago.                          | 4.399,1 | 3.823,2 | 8.222,3 | 1.214,8 | 9.437,1  | -                                    | 6.634,6                               | 2.845,0                                | 13.055,3   | 10.761,4 | -       | 565,2                                    |
| set. <sup>(p)</sup>           | 4.403,6 | 3.784,1 | 8.187,7 | 1.227,3 | 9.415,0  | -                                    | 6.652,2                               | 2.866,6                                | 13.084,4   | 10.767,2 | -       | 553,0                                    |
| <b>Transazioni</b>            |         |         |         |         |          |                                      |                                       |  |  |          |         |  |
| 2007                          | 148,8   | 529,7   | 678,4   | 221,5   | 900,0    | -                                    | 469,0                                 | -59,6                                  | 1.361,8  | 1.028,4  | 1.119,7 | -17,8                                    |
| 2008                          | 125,3   | 484,8   | 610,1   | 46,4    | 656,5    | -                                    | 169,1                                 | 70,4                                   | 839,1  | 584,0    | 745,9   | -164,0                                   |
| 2009 2° trim.                 | 137,6   | -71,6   | 66,0    | -17,9   | 48,1     | -                                    | 124,8                                 | 111,6                                  | 60,3   | 16,8     | 35,9    | 107,5                                    |
| 3° trim.                      | 168,3   | -101,0  | 67,3    | -48,4   | 18,9     | -                                    | 108,5                                 | 69,7                                   | 13,2   | -22,0    | -17,6   | 47,3                                     |
| apr.                          | 90,6    | -20,3   | 70,3    | 2,9     | 73,2     | -                                    | 20,3                                  | 25,1                                   | -24,4  | -17,3    | -6,7    | 63,9                                     |
| mag.                          | -3,1    | -16,9   | -19,9   | -26,1   | -46,1    | -                                    | 55,8                                  | 16,7                                   | 31,0   | 18,1     | 23,9    | 51,7                                     |
| giu.                          | 50,1    | -34,4   | 15,7    | 5,3     | 20,9     | -                                    | 48,7                                  | 69,8                                   | 53,8   | 16,0     | 18,8    | -8,1                                     |
| lug.                          | 95,7    | -47,2   | 48,5    | -26,7   | 21,8     | -                                    | 20,7                                  | 18,6                                   | -27,8  | -36,1    | -34,5   | 11,3                                     |
| ago.                          | 67,3    | -22,9   | 44,4    | -35,4   | 9,0      | -                                    | 63,6                                  | 29,2                                   | 9,9  | -2,9     | 2,3     | 44,4                                     |
| set. <sup>(p)</sup>           | 5,3     | -30,9   | -25,6   | 13,7    | -11,9    | -                                    | 24,3                                  | 21,9                                   | 31,1   | 17,0     | 14,5    | -8,4                                     |
| <b>Variazioni percentuali</b> |         |         |         |         |          |                                      |                                       |  |  |          |         |  |
| 2007 dic.                     | 4,0     | 17,9    | 10,2    | 20,2    | 11,6     | 11,9                                 | 8,6                                   | -2,6                                   | 12,8   | 11,2     | 12,1    | -17,8                                    |
| 2008 dic.                     | 3,3     | 13,7    | 8,3     | 3,5     | 7,5      | 7,1                                  | 2,8                                   | 2,9                                    | 7,0  | 5,7      | 7,2     | -164,0                                   |
| 2009 mar.                     | 6,0     | 6,5     | 6,2     | -1,1    | 5,1      | 5,3                                  | 4,2                                   | 7,6                                    | 4,6  | 3,1      | 4,7     | -145,7                                   |
| 2009 apr.                     | 8,4     | 3,5     | 6,0     | -1,2    | 4,9      | 4,6                                  | 4,1                                   | 7,9                                    | 3,6  | 2,3      | 3,8     | -31,2                                    |
| mag.                          | 8,0     | 2,2     | 5,1     | -3,7    | 3,8      | 4,1                                  | 4,6                                   | 8,2                                    | 3,1  | 1,8      | 3,3     | 76,0                                     |
| giu.                          | 9,4     | 0,4     | 4,9     | -3,9    | 3,6      | 3,5                                  | 5,2                                   | 10,7                                   | 2,9  | 1,4      | 2,7     | 110,5                                    |
| lug.                          | 12,2    | -2,7    | 4,7     | -6,7    | 3,0      | 3,1                                  | 5,1                                   | 10,9                                   | 1,8  | 0,6      | 1,8     | 131,5                                    |
| ago.                          | 13,6    | -4,1    | 4,6     | -9,3    | 2,6      | 2,5                                  | 5,5                                   | 11,5                                   | 1,1  | 0,1      | 1,3     | 173,1                                    |
| set. <sup>(p)</sup>           | 12,8    | -5,3    | 3,6     | -8,8    | 1,8      | .                                    | 5,6                                   | 13,6                                   | 1,1  | -0,3     | 0,9     | 153,0                                    |

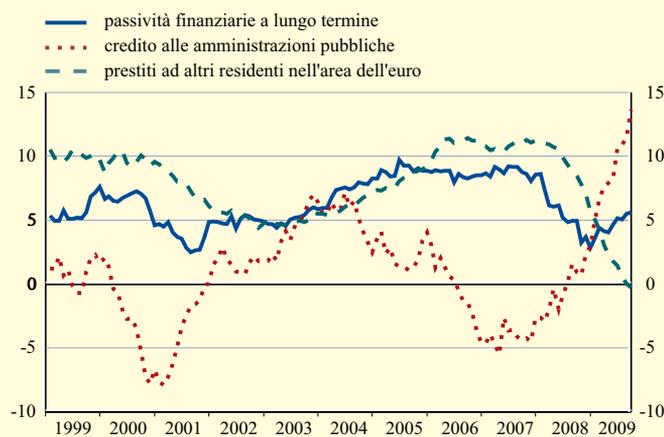
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(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 le definizioni di 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 <sup>1)</sup>

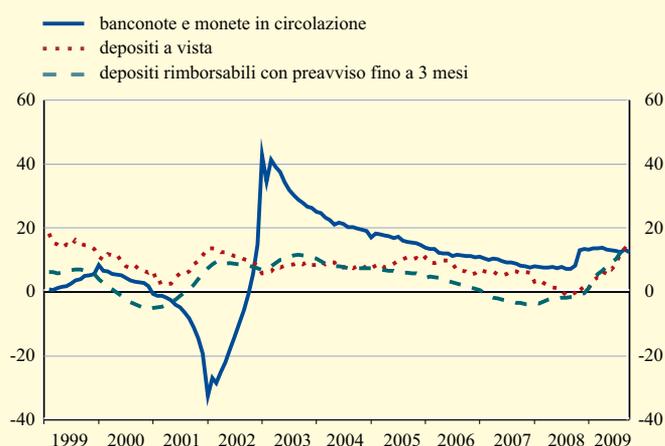
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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                              | 3.204,9          | 1.969,3  | 1.540,5   | 307,6                 | 685,9   | 312,3                                   | 2.549,6                                | 119,3  | 1.812,8                                       | 1.486,6            |
| 2008                   | 709,9                              | 3.264,3          | 2.468,5  | 1.567,0   | 354,3                 | 755,6   | 266,8                                   | 2.575,5                                | 121,2  | 1.990,7                                       | 1.606,8            |
| 2009 1° trim.          | 727,5                              | 3.391,4          | 2.314,8  | 1.641,8   | 340,6                 | 776,0   | 194,4                                   | 2.607,8                                | 124,2  | 2.071,8                                       | 1.639,6            |
| 2009 apr.              | 729,8                              | 3.463,8          | 2.285,6  | 1.666,2   | 338,3                 | 769,1   | 205,4                                   | 2.606,1                                | 125,9  | 2.087,9                                       | 1.648,9            |
| mag.                   | 730,0                              | 3.456,9          | 2.249,1  | 1.679,2   | 325,4                 | 753,9   | 198,5                                   | 2.602,7                                | 128,2  | 2.098,2                                       | 1.672,0            |
| giu.                   | 734,2                              | 3.502,6          | 2.199,7  | 1.694,8   | 351,3                 | 742,2   | 182,1                                   | 2.607,9                                | 129,4  | 2.114,0                                       | 1.695,3            |
| lug.                   | 733,6                              | 3.599,0          | 2.125,8  | 1.721,2   | 328,9                 | 747,1   | 174,0                                   | 2.618,8                                | 130,9  | 2.128,9                                       | 1.694,3            |
| ago.                   | 742,8                              | 3.656,3          | 2.081,3  | 1.741,9   | 308,2                 | 747,1   | 159,5                                   | 2.637,3                                | 132,2  | 2.150,9                                       | 1.714,2            |
| set. <sup>(p)</sup>    | 747,3                              | 3.656,2          | 2.024,8  | 1.759,4   | 326,9                 | 748,7   | 151,7                                   | 2.621,4                                | 133,5  | 2.176,9                                       | 1.720,3            |
| Transazioni            |                                    |                  |  |   |                       |   |   |  |  |   |                    |
| 2007                   | 46,7                               | 102,1            | 582,2  | -52,5   | 42,1                  | 58,7  | 120,8                                   | 149,4                                  | 9,7  | 160,4   | 149,5              |
| 2008                   | 83,3                               | 42,0             | 464,9  | 20,0  | 48,0                  | 33,3  | -34,9                                   | 6,3                                    | 0,6  | 20,6  | 141,7              |
| 2009 2° trim.          | 6,8                                | 130,8            | -125,4   | 53,8  | 10,9                  | -15,0   | -13,9                                   | 15,4                                   | 4,5  | 40,8  | 64,1               |
| 3° trim.               | 13,1                               | 155,2            | -165,8   | 64,7  | -24,3                 | 7,2   | -31,3                                   | 31,2                                   | 4,1  | 65,4  | 7,8                |
| apr.                   | 2,3                                | 88,3             | -45,4  | 25,1  | -2,2                  | -5,6  | 10,7                                    | -6,5                                   | 1,0  | 13,7  | 12,1               |
| mag.                   | 0,2                                | -3,3             | -30,0  | 13,1  | -12,8                 | -4,7  | -8,7                                    | 17,5                                   | 2,2  | 11,9  | 24,1               |
| giu.                   | 4,2                                | 45,9             | -50,0  | 15,6  | 25,9                  | -4,7  | -15,9                                   | 4,4                                    | 1,2  | 15,2  | 27,9               |
| lug.                   | -0,6                               | 96,3             | -73,7  | 26,5  | -22,4                 | 4,6   | -8,9                                    | 10,7                                   | 1,5  | 15,1  | -6,6               |
| ago.                   | 9,2                                | 58,1             | -43,6  | 20,7  | -20,6                 | -0,2  | -14,6                                   | 24,3                                   | 1,3  | 22,7  | 15,2               |
| set. <sup>(p)</sup>    | 4,6                                | 0,8              | -48,4  | 17,5  | 18,7                  | 2,8   | -7,8                                    | -3,8                                   | 1,3  | 27,6  | -0,8               |
| Variazioni percentuali |                                    |                  |  |   |                       |   |   |  |  |   |                    |
| 2007 dic.              | 8,1                                | 3,3              | 41,3   | -3,4  | 15,8                  | 9,2   | 62,2                                    | 6,3                                    | 9,5  | 9,7   | 11,4               |
| 2008 dic.              | 13,3                               | 1,3              | 23,4   | 1,3   | 15,5                  | 4,8   | -11,6                                   | 0,3                                    | 0,5  | 1,1   | 9,7                |
| 2009 mar.              | 13,8                               | 4,4              | 6,6  | 6,6   | 8,2                   | 4,1   | -26,9                                   | 0,7                                    | 3,7  | 4,9   | 9,1                |
| 2009 apr.              | 13,2                               | 7,4              | 0,5  | 8,0   | 3,8                   | 3,1   | -20,2                                   | 0,1                                    | 5,1  | 5,5   | 9,1                |
| mag.                   | 13,1                               | 7,0              | -2,6   | 9,3   | 2,0                   | 2,6   | -27,8                                   | 0,4                                    | 7,7  | 5,6   | 10,5               |
| giu.                   | 12,8                               | 8,7              | -6,1   | 10,3  | 5,3                   | 2,8   | -33,6                                   | 0,2                                    | 9,3  | 6,2   | 12,1               |
| lug.                   | 12,5                               | 12,1             | -12,1  | 12,2  | -3,5                  | 3,8   | -38,2                                   | -0,1                                   | 10,9   | 6,9   | 11,2               |
| ago.                   | 13,2                               | 13,7             | -15,2  | 13,6  | -7,9                  | 1,9   | -41,8                                   | 0,6                                    | 12,8   | 7,7   | 10,7               |
| set. <sup>(p)</sup>    | 12,5                               | 12,8             | -17,8  | 14,9  | -2,9                  | 3,1   | -46,7                                   | 0,6                                    | 15,0   | 9,5   | 8,5                |

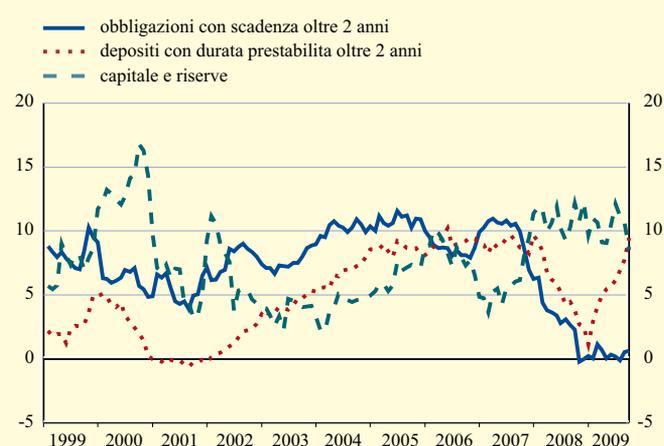
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

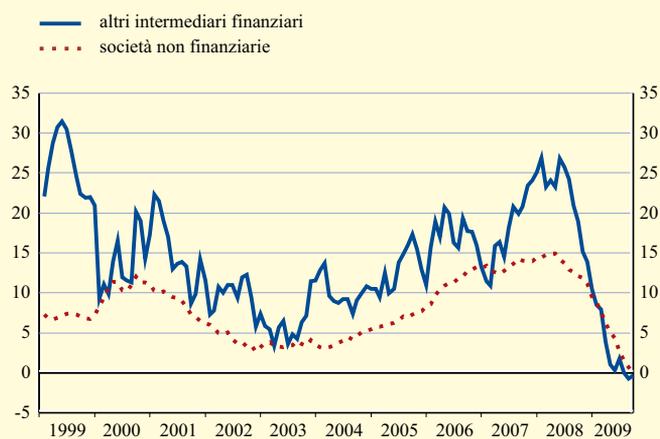
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

|                               | Società di assicurazione e fondi pensione |   | Società non finanziarie |               |                         |              | Famiglie <sup>3)</sup> |                    |                                    |                |
|-------------------------------|---|---|-------------------------|---------------|-------------------------|--------------|------------------------|--------------------|------------------------------------|----------------|
|                               | Totale                                    | Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup> | 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             |
| <b>Consistenze</b>            |   |   |                         |               |                         |              |                        |                    |                                    |                |
| 2007                          | 107,5                                     | 881,5                                       | 4.384,1                 | 1.281,1       | 860,3                   | 2.242,7      | 4.788,9                | 616,5              | 3.425,2                            | 747,1          |
| 2008                          | 103,6                                     | 978,8                                       | 4.823,1                 | 1.381,2       | 961,6                   | 2.480,3      | 4.882,6                | 630,8              | 3.487,6                            | 764,3          |
| 2009 1° trim.                 | 102,5                                     | 975,5                                       | 4.847,0                 | 1.338,5       | 981,4                   | 2.527,1      | 4.888,5                | 640,7              | 3.486,3                            | 761,5          |
| 2009 apr.                     | 101,7                                     | 966,7                                       | 4.841,3                 | 1.323,2       | 987,4                   | 2.530,7      | 4.887,5                | 635,1              | 3.487,7                            | 764,7          |
| mag.                          | 101,7                                     | 982,7                                       | 4.827,8                 | 1.316,3       | 982,6                   | 2.528,9      | 4.886,7                | 633,6              | 3.486,2                            | 766,9          |
| giu.                          | 103,3                                     | 1.026,8                                     | 4.788,7                 | 1.282,7       | 974,7                   | 2.531,4      | 4.891,3                | 635,6              | 3.487,5                            | 768,2          |
| lug.                          | 97,5                                      | 1.012,8                                     | 4.764,7                 | 1.250,8       | 967,8                   | 2.546,0      | 4.892,4                | 632,3              | 3.493,6                            | 766,5          |
| ago.                          | 94,6                                      | 1.000,4                                     | 4.766,2                 | 1.251,8       | 962,3                   | 2.552,0      | 4.900,2                | 630,7              | 3.500,9                            | 768,6          |
| set. <sup>(p)</sup>           | 97,6                                      | 1.002,7                                     | 4.756,9                 | 1.247,8       | 955,6                   | 2.553,5      | 4.910,1                | 630,5              | 3.509,8                            | 769,7          |
| <b>Transazioni</b>            |   |   |                         |               |                         |              |                        |                    |                                    |                |
| 2007                          | 16,7                                      | 177,2                                       | 554,9                   | 145,2         | 156,0                   | 253,8        | 279,5                  | 31,5               | 228,0                              | 20,0           |
| 2008                          | -4,4                                      | 89,7  | 419,1                   | 87,1          | 119,9                   | 212,1        | 79,7                   | 10,5               | 52,0                               | 17,2           |
| 2009 2° trim.                 | 2,2                                       | 51,7  | -41,0                   | -50,6         | -1,3                    | 10,9         | 3,9                    | -4,7               | 2,4                                | 6,2            |
| 3° trim.                      | -5,6                                      | -21,7                                       | -22,2                   | -31,6         | -16,8                   | 26,3         | 27,5                   | 2,0                | 21,2                               | 4,3            |
| apr.                          | -0,9                                      | -10,0                                       | -2,9                    | -14,7         | 6,4                     | 5,4          | -3,5                   | -5,6               | 0,5                                | 1,5            |
| mag.                          | 0,1                                       | 20,0  | -4,1                    | -4,1          | -2,1                    | 2,0          | 2,1                    | -1,0               | 0,1                                | 3,0            |
| giu.                          | 2,9                                       | 41,7  | -34,0                   | -31,9         | -5,7                    | 3,5          | 5,4                    | 1,9                | 1,8                                | 1,6            |
| lug.                          | -5,8                                      | -14,7                                       | -20,9                   | -31,0         | -5,6                    | 15,7         | 5,4                    | -0,2               | 6,5                                | -0,9           |
| ago.                          | -2,9                                      | -11,5                                       | 2,9                     | 2,1           | -6,0                    | 6,8          | 8,5                    | 0,6                | 5,9                                | 2,1            |
| set. <sup>(p)</sup>           | 3,1                                       | 4,5   | -4,1                    | -2,7          | -5,3                    | 3,8          | 13,6                   | 1,6                | 8,8                                | 3,2            |
| <b>Variazioni percentuali</b> |   |   |                         |               |                         |              |                        |                    |                                    |                |
| 2007 dic.                     | 18,2                                      | 24,9  | 14,5                    | 12,7          | 22,0                    | 12,8         | 6,2                    | 5,4                | 7,1                                | 2,7            |
| 2008 dic.                     | -4,1                                      | 10,2  | 9,5                     | 6,8           | 13,9                    | 9,4          | 1,7                    | 1,7                | 1,5                                | 2,3            |
| 2009 mar.                     | -6,0                                      | 3,9   | 6,1                     | -0,5          | 11,0                    | 8,1          | 0,3                    | 0,8                | 0,1                                | 1,3            |
| 2009 apr.                     | -2,3                                      | 0,9   | 5,1                     | -1,8          | 10,6                    | 7,0          | 0,0                    | -0,5               | -0,2                               | 1,5            |
| mag.                          | -3,3                                      | 0,3   | 4,3                     | -2,8          | 9,7                     | 6,3          | -0,2                   | -0,7               | -0,5                               | 1,8            |
| giu.                          | -0,2                                      | 1,9   | 2,7                     | -5,8          | 7,1                     | 5,9          | 0,2                    | -0,8               | 0,1                                | 1,4            |
| lug.                          | -4,2                                      | -0,1  | 1,5                     | -8,7          | 5,9                     | 5,7          | 0,0                    | -1,0               | -0,1                               | 1,3            |
| ago.                          | -8,5                                      | -0,7  | 0,7                     | -9,3          | 3,7                     | 5,2          | -0,2                   | -1,0               | -0,4                               | 1,3            |
| set. <sup>(p)</sup>           | -6,5                                      | -0,3  | -0,1                    | -9,7          | 2,1                     | 4,5          | -0,3                   | -1,1               | -0,6                               | 1,5            |

### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

(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) 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 <sup>1), 2)</sup>**

(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 <sup>3)</sup> |               |                         |              | 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           |
| <b>Consistenze</b>            |   |               |                         |              |   |               |                         |              |                         |               |                         |              |
| 2008                          | 92,4                                      | 68,6          | 5,7                     | 18,0         | 961,2                                       | 554,1         | 169,0                   | 238,0        | 4.829,4                 | 1.379,1       | 961,3                   | 2.489,0      |
| 2009 1° trim.                 | 102,0                                     | 75,6          | 6,2                     | 20,2         | 991,4                                       | 572,3         | 181,2                   | 237,9        | 4.842,7                 | 1.335,7       | 981,9                   | 2.525,1      |
| 2009 giu.                     | 107,4                                     | 82,8          | 7,3                     | 17,2         | 1.026,2                                     | 600,3         | 184,4                   | 241,5        | 4.803,3                 | 1.296,6       | 974,8                   | 2.531,9      |
| lug.                          | 100,3                                     | 76,2          | 7,2                     | 17,0         | 1.010,6                                     | 578,0         | 186,7                   | 245,9        | 4.785,8                 | 1.265,0       | 971,0                   | 2.549,8      |
| ago.                          | 94,5                                      | 69,6          | 7,7                     | 17,2         | 985,7                                       | 554,5         | 184,0                   | 247,2        | 4.752,9                 | 1.240,0       | 961,7                   | 2.551,2      |
| set. <sup>(p)</sup>           | 97,5                                      | 73,1          | 7,6                     | 16,8         | 1.014,3                                     | 585,5         | 182,4                   | 246,5        | 4.745,9                 | 1.241,3       | 954,9                   | 2.549,6      |
| <b>Transazioni</b>            |   |               |                         |              |   |               |                         |              |                         |               |                         |              |
| 2007                          | 15,0                                      | 16,7          | -5,2                    | 3,5          | 175,0                                       | 113,4         | 34,1                    | 27,5         | 555,6                   | 144,9         | 156,1                   | 254,7        |
| 2008                          | -4,0                                      | -3,1          | -1,8                    | 0,9          | 90,5  | 26,9          | 21,3                    | 42,4         | 419,8                   | 86,8          | 120,0                   | 213,0        |
| 2009 2° trim.                 | 6,8                                       | 7,3           | 1,1                     | -1,6         | 35,2  | 30,0          | 1,9                     | 3,3          | -22,2                   | -33,9         | -1,7                    | 13,4         |
| 3° trim.                      | -9,7                                      | -9,7          | 0,3                     | -0,4         | -9,5  | -12,5         | -2,6                    | 5,6          | -47,8                   | -52,1         | -17,6                   | 21,9         |
| 2009 giu.                     | 3,1                                       | 3,9           | 1,7                     | -2,5         | 24,8  | 21,6          | 1,9                     | 1,4          | -18,4                   | -13,7         | -6,3                    | 1,7          |
| lug.                          | -7,0                                      | -6,6          | -0,2                    | -0,2         | -16,3                                       | -22,6         | 2,1                     | 4,2          | -14,4                   | -30,9         | -2,5                    | 18,9         |
| ago.                          | -5,9                                      | -6,6          | 0,5                     | 0,2          | -24,0                                       | -22,3         | -3,4                    | 1,7          | -31,5                   | -23,9         | -9,8                    | 2,2          |
| set. <sup>(p)</sup>           | 3,1                                       | 3,6           | -0,1                    | -0,4         | 30,8  | 32,4          | -1,2                    | -0,3         | -1,9                    | 2,7           | -5,4                    | 0,8          |
| <b>Variazioni percentuali</b> |   |               |                         |              |   |               |                         |              |                         |               |                         |              |
| 2008 dic.                     | -4,1                                      | -4,3          | -23,7                   | 5,0          | 10,5  | 5,3           | 14,4                    | 22,0         | 9,5                     | 6,8           | 13,9                    | 9,4          |
| 2009 mar.                     | -5,6                                      | -7,7          | -18,0                   | 10,3         | 3,8   | -4,7          | 20,1                    | 17,2         | 6,1                     | -0,5          | 11,0                    | 8,1          |
| 2009 giu.                     | 0,2                                       | 0,8           | -3,7                    | 0,6          | 1,8   | -4,4          | 13,9                    | 11,0         | 2,7                     | -5,8          | 7,2                     | 5,9          |
| lug.                          | -4,2                                      | -5,7          | 13,1                    | -2,2         | 0,0   | -6,0          | 12,7                    | 7,2          | 1,5                     | -8,7          | 5,9                     | 5,7          |
| ago.                          | -8,5                                      | -11,6         | 17,1                    | -3,2         | -0,7  | -6,8          | 10,2                    | 7,4          | 0,7                     | -9,3          | 3,7                     | 5,2          |
| set. <sup>(p)</sup>           | -6,3                                      | -8,2          | 21,2                    | -6,4         | -0,4  | -4,8          | 6,7                     | 6,5          | -0,1                    | -9,7          | 2,1                     | 4,5          |

**3. Prestiti alle famiglie <sup>4)</sup>**

|                               | 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           |
| <b>Consistenze</b>            |         |                    |               |                         |              |                                    |               |                         |              |                |               |                         |              |
| 2008                          | 4.888,7 | 633,1              | 138,8         | 196,2                   | 298,0        | 3.490,3                            | 17,2          | 67,5                    | 3.405,7      | 765,3          | 155,0         | 90,5                    | 519,7        |
| 2009 1° trim.                 | 4.878,9 | 637,7              | 136,2         | 199,8                   | 301,6        | 3.480,9                            | 16,3          | 65,6                    | 3.399,0      | 760,3          | 150,7         | 88,7                    | 520,9        |
| 2009 giu.                     | 4.899,3 | 639,1              | 136,0         | 198,9                   | 304,2        | 3.487,4                            | 15,8          | 64,1                    | 3.407,5      | 772,8          | 154,4         | 88,3                    | 530,1        |
| lug.                          | 4.902,8 | 636,0              | 134,8         | 198,3                   | 302,9        | 3.499,5                            | 15,8          | 64,2                    | 3.419,5      | 767,3          | 147,1         | 88,7                    | 531,5        |
| ago.                          | 4.901,7 | 631,2              | 133,6         | 196,6                   | 301,0        | 3.503,0                            | 15,7          | 64,1                    | 3.423,2      | 767,4          | 146,3         | 88,1                    | 533,1        |
| set. <sup>(p)</sup>           | 4.917,1 | 632,0              | 134,6         | 195,8                   | 301,6        | 3.515,1                            | 15,7          | 64,3                    | 3.435,1      | 770,0          | 149,0         | 88,0                    | 532,9        |
| <b>Transazioni</b>            |         |                    |               |                         |              |                                    |               |                         |              |                |               |                         |              |
| 2007                          | 278,9   | 31,5               | 3,8           | 1,1                     | 26,6         | 227,3                              | 0,9           | 2,3                     | 224,1        | 20,1           | 1,7           | 4,4                     | 14,0         |
| 2008                          | 79,0    | 10,4               | 1,0           | -9,1                    | 18,6         | 51,4                               | 1,1           | -3,8                    | 54,1         | 17,2           | 2,5           | -5,3                    | 20,1         |
| 2009 2° trim.                 | 21,5    | 1,8                | 0,1           | -0,7                    | 2,3          | 7,7                                | -0,8          | -1,5                    | 10,1         | 12,0           | 4,0           | -0,1                    | 8,1          |
| 3° trim.                      | 26,6    | 0,1                | -0,9          | -0,3                    | 1,3          | 26,6                               | 0,0           | 0,2                     | 26,4         | -0,1           | -5,0          | 0,0                     | 4,9          |
| 2009 giu.                     | 22,0    | 6,7                | 2,9           | 1,3                     | 2,5          | 6,8                                | -0,4          | -1,3                    | 8,5          | 8,5            | 7,3           | -0,4                    | 1,6          |
| lug.                          | 7,8     | 0,0                | -1,1          | 0,5                     | 0,7          | 12,5                               | 0,0           | 0,1                     | 12,4         | -4,8           | -7,1          | 0,4                     | 1,9          |
| ago.                          | -0,3    | -2,6               | -0,9          | -1,6                    | -0,1         | 2,2                                | -0,1          | 0,0                     | 2,3          | 0,1            | -0,9          | -0,5                    | 1,5          |
| set. <sup>(p)</sup>           | 19,1    | 2,6                | 1,2           | 0,7                     | 0,7          | 11,9                               | 0,0           | 0,2                     | 11,7         | 4,6            | 2,9           | 0,2                     | 1,5          |
| <b>Variazioni percentuali</b> |         |                    |               |                         |              |                                    |               |                         |              |                |               |                         |              |
| 2008 dic.                     | 1,6     | 1,7                | 0,7           | -4,4                    | 6,7          | 1,5                                | 7,0           | -5,2                    | 1,6          | 2,3            | 1,7           | -5,1                    | 4,0          |
| 2009 mar.                     | 0,3     | 0,8                | 0,0           | -4,6                    | 5,0          | 0,1                                | 1,0           | -9,0                    | 0,3          | 1,3            | -0,2          | -7,3                    | 3,5          |
| 2009 giu.                     | 0,2     | -0,8               | -2,3          | -5,4                    | 3,1          | 0,1                                | -2,4          | -11,2                   | 0,3          | 1,4            | -1,7          | -5,7                    | 3,8          |
| lug.                          | 0,0     | -1,0               | -2,7          | -5,0                    | 2,5          | -0,1                               | -2,0          | -11,2                   | 0,1          | 1,3            | -2,5          | -5,0                    | 3,7          |
| ago.                          | -0,2    | -1,0               | -1,9          | -5,4                    | 2,5          | -0,4                               | -3,2          | -11,0                   | -0,1         | 1,3            | -2,9          | -4,5                    | 3,7          |
| set. <sup>(p)</sup>           | -0,3    | -1,1               | -2,6          | -4,4                    | 1,8          | -0,5                               | -8,5          | -9,7                    | -0,3         | 1,5            | -2,8          | -3,7                    | 3,8          |

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 <sup>1), 2)</sup>

(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 <sup>3)</sup> | 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      |
| <b>Consistenze</b>            |                           |                          |                                 |                        |   |                                   |                      |                       |                           |         |
| 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                           | 494,1                  | 29,4                                    | 3.300,1                           | 2.344,5              | 955,6                 | 59,8                      | 895,8   |
| 2008 3° trim.                 | 978,8                     | 225,6                    | 210,0                           | 497,9                  | 45,4                                    | 3.521,3                           | 2.457,1              | 1.064,2               | 61,8                      | 1.002,4 |
| 4° trim.                      | 967,6                     | 227,0                    | 210,1                           | 508,4                  | 22,2                                    | 3.247,8                           | 2.282,0              | 965,8                 | 57,8                      | 908,1   |
| 2009 1° trim.                 | 970,7                     | 232,8                    | 205,6                           | 511,2                  | 21,0                                    | 3.057,1                           | 2.101,0              | 956,1                 | 59,2                      | 896,9   |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>       | 998,2                     | 248,9                    | 206,5                           | 520,4                  | 22,3                                    | 2.949,3                           | 2.014,7              | 932,9                 | 57,0                      | 875,9   |
| <b>Transazioni</b>            |                           |                          |                                 |                        |   |                                   |                      |                       |                           |         |
| 2007                          | -8,0                      | -4,5                     | -13,0                           | 6,0                    | 3,6                                     | 540,5                             | 381,4                | 159,2                 | 0,3                       | 158,9   |
| 2008                          | 13,2                      | 12,3                     | -8,1                            | 16,2                   | -7,2                                    | -59,2                             | -85,8                | 26,5                  | 0,3                       | 26,2    |
| 2008 3° trim.                 | 4,5                       | 4,9                      | -5,2                            | 1,4                    | 3,4                                     | 86,8                              | 71,7                 | 15,1                  | -3,4                      | 18,4    |
| 4° trim.                      | -9,5                      | 1,1                      | -0,2                            | 12,8                   | -23,2                                   | -257,6                            | -182,6               | -75,0                 | -0,7                      | -74,3   |
| 2009 1° trim.                 | 2,0                       | 5,4                      | -4,4                            | 2,2                    | -1,2                                    | -234,0                            | -208,5               | -25,7                 | 0,3                       | -26,0   |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>       | 28,1                      | 16,5                     | 0,9                             | 9,2                    | 1,3                                     | -72,3                             | -64,1                | -9,7                  | -1,2                      | -8,5    |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                           |                          |                                 |                        |   |                                   |                      |                       |                           |         |
| 2006 dic.                     | -1,6                      | -14,0                    | -5,8                            | 5,2                    | -11,6                                   | 21,9                              | 23,9                 | 17,2                  | -0,1                      | 18,8    |
| 2007 dic.                     | -1,0                      | -4,3                     | -5,6                            | 1,3                    | 13,8                                    | 18,6                              | 18,5                 | 18,8                  | 0,5                       | 20,2    |
| 2008 set.                     | 3,4                       | 13,3                     | -1,9                            | 2,7                    | 9,6                                     | 7,8                               | 5,1                  | 14,6                  | 1,5                       | 15,5    |
| dic.                          | 1,4                       | 5,8                      | -3,7                            | 3,3                    | -24,5                                   | -1,7                              | -3,6                 | 2,9                   | 0,5                       | 3,0     |
| 2009 mar.                     | 1,5                       | 10,0                     | -3,6                            | 3,5                    | -43,5                                   | -14,3                             | -16,7                | -8,7                  | -3,6                      | -9,0    |
| giu. <sup>(p)</sup>           | 2,6                       | 12,6                     | -4,1                            | 5,2                    | -46,9                                   | -13,8                             | -15,9                | -9,1                  | -7,9                      | -9,2    |

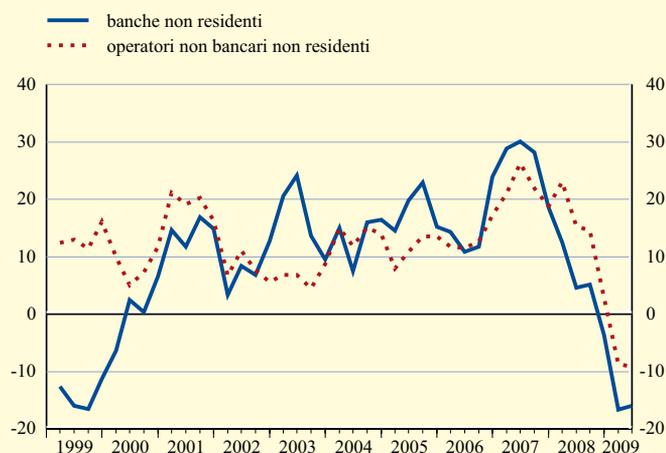
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

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

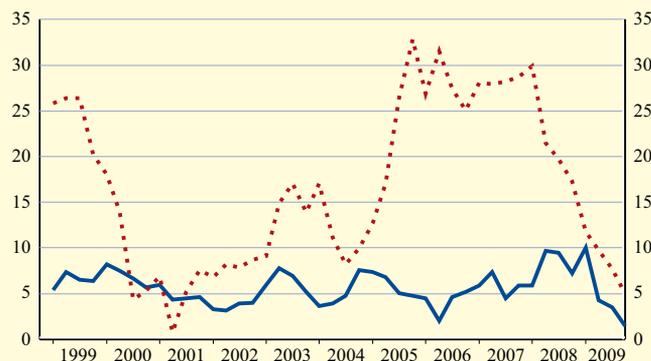
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

|                               | Società di assicurazione e fondi pensione |         |                         |              |                            |              |                       | Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup> |         |                         |              |                            |              |                       |
|-------------------------------|---|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|---|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|
|                               | 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                    |
| <b>Consistenze</b>            |   |         |                         |              |                            |              |                       |   |         |                         |              |                            |              |                       |
| 2007                          | 689,5                                     | 70,8    | 69,6                    | 526,4        | 0,8                        | 1,1          | 20,8                  | 1.465,0                                     | 311,8   | 345,5                   | 648,1        | 12,2                       | 0,3          | 147,1                 |
| 2008                          | 760,9                                     | 83,7    | 114,1                   | 537,5        | 1,1                        | 1,5          | 23,1                  | 1.802,3                                     | 320,2   | 419,8                   | 852,9        | 12,3                       | 0,1          | 197,0                 |
| 2009 1° trim.                 | 760,8                                     | 91,5    | 98,3                    | 545,7        | 2,3                        | 1,5          | 21,4                  | 1.839,9                                     | 335,4   | 350,2                   | 905,0        | 14,4                       | 0,0          | 234,7                 |
| 2009 apr.                     | 762,6                                     | 89,8    | 99,5                    | 549,2        | 1,8                        | 1,5          | 20,8                  | 1.867,2                                     | 327,9   | 372,0                   | 914,1        | 15,0                       | 0,0          | 238,1                 |
| mag.                          | 755,4                                     | 83,3    | 98,6                    | 550,5        | 1,9                        | 1,5          | 19,7                  | 1.854,9                                     | 310,9   | 364,0                   | 926,0        | 14,7                       | 0,0          | 239,2                 |
| giu.                          | 749,4                                     | 85,1    | 91,4                    | 550,6        | 1,7                        | 1,5          | 19,0                  | 1.892,3                                     | 337,2   | 342,6                   | 943,3        | 14,1                       | 0,0          | 255,0                 |
| lug.                          | 748,0                                     | 85,8    | 91,3                    | 550,7        | 1,8                        | 1,5          | 16,9                  | 1.854,1                                     | 316,8   | 346,1                   | 945,2        | 14,6                       | 0,0          | 231,4                 |
| ago.                          | 748,0                                     | 86,8    | 87,9                    | 551,2        | 1,8                        | 1,5          | 18,7                  | 1.840,8                                     | 305,3   | 350,3                   | 945,0        | 14,5                       | 0,1          | 225,5                 |
| set. <sup>(p)</sup>           | 741,9                                     | 82,9    | 86,2                    | 550,4        | 1,9                        | 1,4          | 19,2                  | 1.866,6                                     | 314,7   | 333,6                   | 950,5        | 14,4                       | 0,2          | 253,3                 |
| <b>Transazioni</b>            |   |         |                         |              |                            |              |                       |   |         |                         |              |                            |              |                       |
| 2007                          | 38,5                                      | 0,8     | 10,4                    | 31,9         | -0,3                       | -0,3         | -4,1                  | 339,0                                       | 33,9    | 98,7                    | 180,4        | 1,7                        | 0,1          | 24,1                  |
| 2008                          | 69,4                                      | 12,4    | 42,8                    | 12,3         | -0,3                       | 0,1          | 2,2                   | 172,3                                       | 4,4     | 71,0                    | 46,6         | -0,3                       | -0,3         | 51,0                  |
| 2009 2° trim.                 | -11,3                                     | -6,4    | -6,9                    | 4,9          | -0,5                       | 0,0          | -2,4                  | 56,5  | 19,5    | -20,0                   | 36,8         | -0,2                       | 0,0          | 20,4                  |
| 3° trim.                      | -7,2                                      | -2,1    | -5,1                    | -0,2         | 0,1                        | -0,1         | 0,1                   | -16,1                                       | -22,6   | -1,9                    | 9,5          | 0,4                        | 0,1          | -1,7                  |
| 2009 apr.                     | 1,7                                       | -1,8    | 1,1                     | 3,5          | -0,5                       | 0,0          | -0,6                  | 25,9  | 8,8     | 6,5                     | 6,7          | 0,6                        | 0,0          | 3,4                   |
| mag.                          | -6,9                                      | -6,4    | -0,8                    | 1,3          | 0,1                        | 0,0          | -1,1                  | -5,7  | -15,6   | -4,5                    | 13,4         | -0,2                       | 0,0          | 1,2                   |
| giu.                          | -6,1                                      | 1,8     | -7,2                    | 0,1          | -0,1                       | 0,0          | -0,6                  | 36,3  | 26,2    | -22,0                   | 16,8         | -0,6                       | 0,0          | 15,8                  |
| lug.                          | -1,4                                      | 0,7     | -0,1                    | 0,1          | 0,1                        | 0,0          | -2,2                  | -38,0                                       | -20,3   | 3,5                     | 1,9          | 0,5                        | 0,0          | -23,6                 |
| ago.                          | 0,1                                       | 1,0     | -3,3                    | 0,5          | 0,0                        | 0,0          | 1,8                   | -11,8                                       | -11,2   | 4,6                     | 0,6          | -0,1                       | 0,1          | -5,9                  |
| set. <sup>(p)</sup>           | -5,9                                      | -3,8    | -1,7                    | -0,8         | 0,0                        | -0,1         | 0,5                   | 33,7  | 9,0     | -10,0                   | 7,0          | 0,0                        | 0,0          | 27,8                  |
| <b>Variazioni percentuali</b> |   |         |                         |              |                            |              |                       |   |         |                         |              |                            |              |                       |
| 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.                     | 10,0                                      | 17,3    | 60,0                    | 2,3          | -23,4                      | -            | 10,5                  | 11,8  | 1,4     | 20,7                    | 7,2          | -2,5                       | -            | 34,6                  |
| 2009 mar.                     | 4,3                                       | 8,8     | 13,6                    | 2,4          | -3,4                       | -            | -2,2                  | 9,7   | -1,3    | -2,4                    | 13,6         | 6,3                        | -            | 39,4                  |
| 2009 apr.                     | 4,6                                       | 16,4    | 10,0                    | 2,8          | -13,5                      | -            | -8,1                  | 9,1   | 8,3     | -9,0                    | 13,5         | 4,0                        | -            | 31,9                  |
| mag.                          | 4,1                                       | 16,4    | 6,8                     | 2,7          | -1,0                       | -            | -9,5                  | 7,6   | 0,9     | -9,1                    | 12,6         | 14,1                       | -            | 32,0                  |
| giu.                          | 3,5                                       | 12,6    | 5,3                     | 2,4          | -13,3                      | -            | -4,0                  | 7,7   | 3,7     | -14,5                   | 12,7         | 15,4                       | -            | 39,9                  |
| lug.                          | 3,4                                       | 19,7    | 2,5                     | 2,2          | -3,3                       | -            | -16,0                 | 5,4   | 9,2     | -21,9                   | 12,8         | 1,7                        | -            | 30,3                  |
| ago.                          | 4,1                                       | 27,1    | 0,2                     | 2,3          | 3,7                        | -            | -4,3                  | 4,4   | 10,7    | -24,1                   | 13,5         | 11,5                       | -            | 23,0                  |
| set. <sup>(p)</sup>           | 1,5                                       | 7,5     | -6,0                    | 2,3          | 7,6                        | -            | -5,9                  | 5,0   | 1,8     | -25,4                   | 15,9         | 24,0                       | -            | 36,3                  |

### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ..... altri intermediari finanziari (totale)



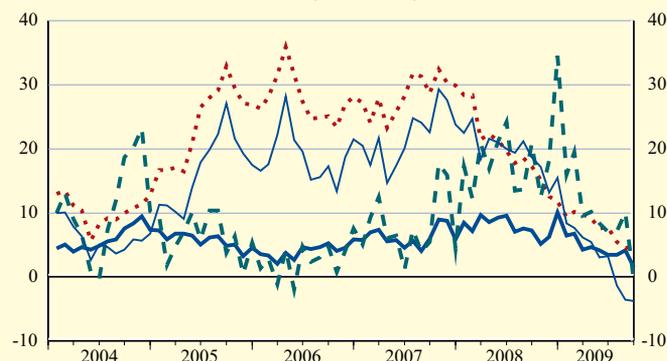
Fonte: BCE.

- 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.

### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(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)<sup>4)</sup>
- altri intermediari finanziari (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

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

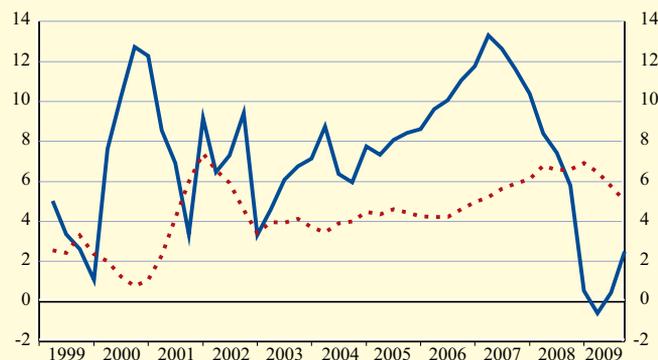
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

|                               | Società non finanziarie |         |                         |              |                            |              |                       | Famiglie <sup>3)</sup> |         |                         |              |                            |              |                       |
|-------------------------------|-------------------------|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|------------------------|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|
|                               | 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           |                       |
| <b>Consistenze</b>            |                         |         |                         |              |                            |              |                       |                        |         |                         |              |                            |              |                       |
| 2007                          | 1.477,2                 | 884,0   | 479,4                   | 59,5         | 29,3                       | 1,4          | 23,7                  | 4.989,0                | 1.777,4 | 993,3                   | 561,5        | 1.458,6                    | 111,1        | 87,1                  |
| 2008                          | 1.504,4                 | 884,4   | 502,7                   | 64,4         | 27,9                       | 1,3          | 23,7                  | 5.368,6                | 1.813,3 | 1.350,0                 | 517,9        | 1.490,2                    | 113,6        | 83,7                  |
| 2009 1° trim.                 | 1.477,2                 | 873,3   | 476,1                   | 70,7         | 38,0                       | 1,3          | 17,9                  | 5.446,6                | 1.899,2 | 1.281,2                 | 524,4        | 1.565,5                    | 114,9        | 61,4                  |
| 2009 apr.                     | 1.491,2                 | 875,1   | 480,5                   | 72,0         | 42,5                       | 1,4          | 19,7                  | 5.482,2                | 1.956,5 | 1.241,9                 | 528,1        | 1.583,2                    | 115,8        | 56,8                  |
| mag.                          | 1.501,7                 | 891,4   | 470,5                   | 72,3         | 45,8                       | 1,4          | 20,4                  | 5.497,0                | 1.985,0 | 1.214,3                 | 532,0        | 1.594,2                    | 117,3        | 54,2                  |
| giu.                          | 1.516,9                 | 916,1   | 459,5                   | 71,9         | 48,4                       | 1,5          | 19,6                  | 5.505,7                | 2.010,8 | 1.185,5                 | 536,2        | 1.604,1                    | 118,2        | 50,9                  |
| lug.                          | 1.517,6                 | 912,5   | 458,8                   | 74,0         | 52,4                       | 1,5          | 18,4                  | 5.515,9                | 2.028,7 | 1.154,2                 | 544,7        | 1.618,0                    | 119,4        | 50,9                  |
| ago.                          | 1.528,7                 | 928,1   | 451,9                   | 76,1         | 54,7                       | 1,5          | 16,5                  | 5.507,5                | 2.032,0 | 1.121,9                 | 552,7        | 1.632,7                    | 120,1        | 48,1                  |
| set. <sup>(p)</sup>           | 1.549,3                 | 950,5   | 444,9                   | 78,0         | 57,0                       | 1,5          | 17,4                  | 5.502,1                | 2.052,8 | 1.085,7                 | 561,3        | 1.637,7                    | 121,4        | 43,2                  |
| <b>Transazioni</b>            |                         |         |                         |              |                            |              |                       |                        |         |                         |              |                            |              |                       |
| 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                          | 7,8                     | -5,0    | 13,3                    | 3,2          | -3,4                       | -0,3         | 0,0                   | 347,5                  | 28,7    | 335,5                   | -43,1        | 28,1                       | 1,7          | -3,4                  |
| 2009 2° trim.                 | 43,4                    | 45,5    | -15,6                   | 1,3          | 10,4                       | 0,1          | 1,7                   | 59,8                   | 110,9   | -94,4                   | 11,8         | 39,3                       | 2,7          | -10,6                 |
| 3° trim.                      | 34,8                    | 35,7    | -13,5                   | 6,2          | 8,6                        | 0,0          | -2,2                  | -2,5                   | 42,3    | -99,1                   | 25,1         | 33,7                       | 3,1          | -7,7                  |
| 2009 apr.                     | 14,3                    | 2,7     | 4,0                     | 1,2          | 4,5                        | 0,0          | 1,9                   | 34,2                   | 56,2    | -39,6                   | 3,7          | 18,3                       | 0,3          | -4,7                  |
| mag.                          | 13,6                    | 17,9    | -8,6                    | 0,4          | 3,3                        | 0,0          | 0,6                   | 16,9                   | 28,9    | -25,9                   | 4,0          | 11,1                       | 1,4          | -2,6                  |
| giu.                          | 15,4                    | 24,9    | -11,0                   | -0,4         | 2,6                        | 0,1          | -0,8                  | 8,7                    | 25,8    | -28,9                   | 4,2          | 9,9                        | 1,0          | -3,3                  |
| lug.                          | 0,8                     | -3,5    | -0,6                    | 2,2          | 4,0                        | 0,0          | -1,2                  | 10,3                   | 17,8    | -31,2                   | 8,5          | 14,0                       | 1,1          | 0,1                   |
| ago.                          | 11,8                    | 15,9    | -6,5                    | 2,1          | 2,3                        | 0,0          | -1,9                  | -8,2                   | 3,4     | -32,2                   | 8,0          | 14,7                       | 0,8          | -2,8                  |
| set. <sup>(p)</sup>           | 22,2                    | 23,3    | -6,4                    | 1,9          | 2,3                        | 0,0          | 0,9                   | -4,6                   | 21,1    | -35,7                   | 8,6          | 5,0                        | 1,3          | -5,0                  |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                         |         |                         |              |                            |              |                       |                        |         |                         |              |                            |              |                       |
| 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.                     | 0,5                     | -0,6    | 2,8                     | 5,4          | -11,0                      | -16,2        | 0,0                   | 6,9                    | 1,6     | 33,2                    | -7,7         | 1,9                        | 1,5          | -3,9                  |
| 2009 mar.                     | -0,6                    | 1,2     | -6,2                    | 13,2         | 31,2                       | -9,5         | -21,9                 | 6,5                    | 6,8     | 15,1                    | -4,6         | 6,6                        | 4,7          | -35,8                 |
| 2009 apr.                     | -0,4                    | 2,6     | -9,5                    | 13,9         | 52,2                       | -3,3         | -5,9                  | 6,2                    | 9,1     | 8,3                     | -3,1         | 7,9                        | 6,2          | -41,8                 |
| mag.                          | -0,8                    | 2,9     | -11,7                   | 13,2         | 65,8                       | -2,4         | -4,3                  | 5,9                    | 10,3    | 3,7                     | -1,7         | 8,7                        | 8,9          | -46,8                 |
| giu.                          | 0,4                     | 4,6     | -11,4                   | 12,1         | 76,5                       | 1,0          | -13,0                 | 5,8                    | 11,3    | -0,6                    | 0,0          | 9,6                        | 10,5         | -48,4                 |
| lug.                          | 1,5                     | 7,1     | -13,1                   | 12,9         | 102,7                      | 5,4          | -20,0                 | 5,5                    | 13,3    | -6,8                    | 2,3          | 11,3                       | 12,1         | -52,5                 |
| ago.                          | 2,3                     | 9,6     | -15,1                   | 16,2         | 114,4                      | 5,1          | -28,8                 | 5,2                    | 15,1    | -11,5                   | 4,0          | 12,3                       | 14,0         | -56,5                 |
| set. <sup>(p)</sup>           | 2,5                     | 8,3     | -14,0                   | 20,2         | 126,2                      | 8,6          | -30,8                 | 5,0                    | 15,9    | -15,3                   | 6,4          | 13,3                       | 16,3         | -60,1                 |

### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

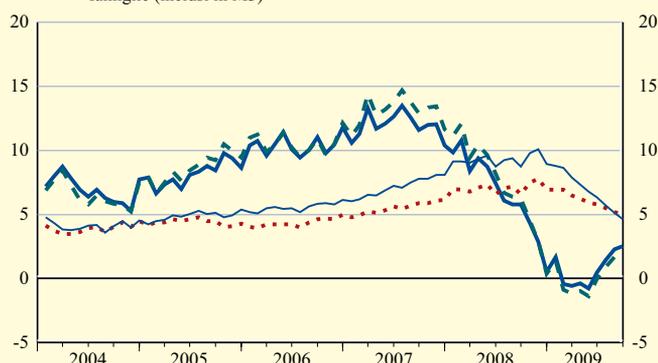
— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)<sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3)<sup>5)</sup>



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 <sup>1), 2)</sup>**

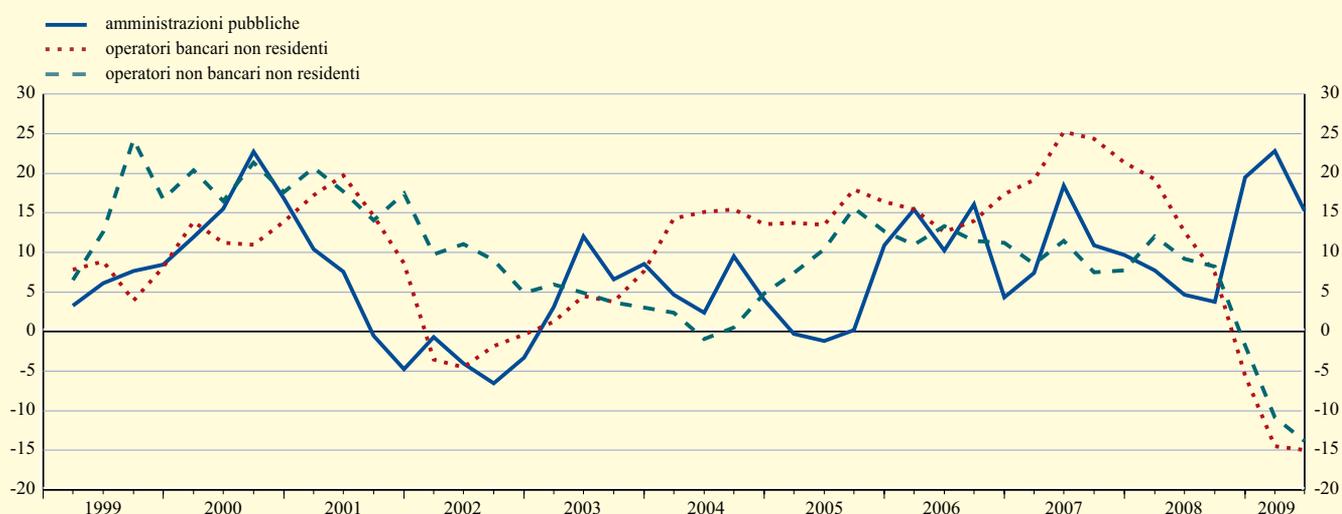
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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 <sup>3)</sup> | Operatori non bancari |                           |       |
|                               |                           |                          | Amministrazioni statali         | Amministrazioni locali | Enti di previdenza |                                   |                      | Totale                | Amministrazioni pubbliche | Altri |
|                               | 1                         | 2                        | 3                               | 4                      | 5                  | 6                                 | 7                    | 8                     | 9                         | 10    |
| <b>Consistenze</b>            |                           |                          |                                 |                        |                    |                                   |                      |                       |                           |       |
| 2006                          | 329,6                     | 124,1                    | 45,4                            | 91,4                   | 68,8               | 3.430,0                           | 2.561,5              | 868,6                 | 128,5                     | 740,1 |
| 2007                          | 373,7                     | 126,9                    | 59,0                            | 107,6                  | 80,3               | 3.861,8                           | 2.953,6              | 908,2                 | 143,3                     | 764,8 |
| 2008 3° trim.                 | 400,7                     | 139,9                    | 61,7                            | 113,5                  | 85,6               | 4.151,6                           | 3.149,0              | 1.002,6               | 141,8                     | 860,7 |
| 4° trim.                      | 444,4                     | 190,8                    | 52,3                            | 115,5                  | 85,8               | 3.713,9                           | 2.816,9              | 897,0                 | 65,8                      | 831,2 |
| 2009 1° trim.                 | 463,8                     | 216,2                    | 50,6                            | 114,0                  | 83,0               | 3.665,7                           | 2.786,7              | 879,0                 | 63,6                      | 815,4 |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>       | 476,0                     | 227,1                    | 48,9                            | 118,4                  | 81,5               | 3.565,2                           | 2.704,5              | 860,8                 | 62,5                      | 798,3 |
| <b>Transazioni</b>            |                           |                          |                                 |                        |                    |                                   |                      |                       |                           |       |
| 2007                          | 31,9                      | -3,1                     | 13,6                            | 9,8                    | 11,6               | 609,1                             | 542,3                | 66,8                  | 20,2                      | 46,6  |
| 2008                          | 72,8                      | 63,5                     | -6,5                            | 8,7                    | 7,1                | -184,8                            | -166,8               | -18,0                 | -36,9                     | 18,9  |
| 2008 3° trim.                 | -10,8                     | -16,0                    | 5,2                             | 0,8                    | -0,7               | -15,7                             | -16,6                | 0,9                   | 8,7                       | -7,8  |
| 4° trim.                      | 46,2                      | 50,8                     | -9,2                            | 3,0                    | 1,5                | -427,8                            | -332,1               | -95,8                 | -35,3                     | -60,4 |
| 2009 1° trim.                 | 15,6                      | 22,5                     | -1,7                            | -2,3                   | -2,9               | -108,9                            | -77,7                | -31,3                 | -2,6                      | -28,7 |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>       | 11,7                      | 10,9                     | -1,6                            | 4,4                    | -2,0               | -60,8                             | -48,5                | -12,1                 | -0,8                      | -11,3 |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                           |                          |                                 |                        |                    |                                   |                      |                       |                           |       |
| 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                              | 21,3                 | 7,7                   | 15,8                      | 6,3   |
| 2008 set.                     | 3,7                       | -6,8                     | 2,9                             | 8,4                    | 19,0               | 7,6                               | 7,4                  | 8,2                   | -1,3                      | 10,0  |
| dic.                          | 19,5                      | 49,9                     | -11,0                           | 8,1                    | 8,8                | -4,7                              | -5,6                 | -1,8                  | -25,6                     | 2,6   |
| 2009 mar.                     | 22,8                      | 52,6                     | 2,2                             | 5,7                    | 6,5                | -13,6                             | -14,5                | -10,9                 | -24,1                     | -8,8  |
| giu. <sup>(p)</sup>           | 15,3                      | 43,7                     | -13,0                           | 5,3                    | -4,8               | -14,7                             | -15,0                | -13,8                 | -24,1                     | -12,3 |

**F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(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.

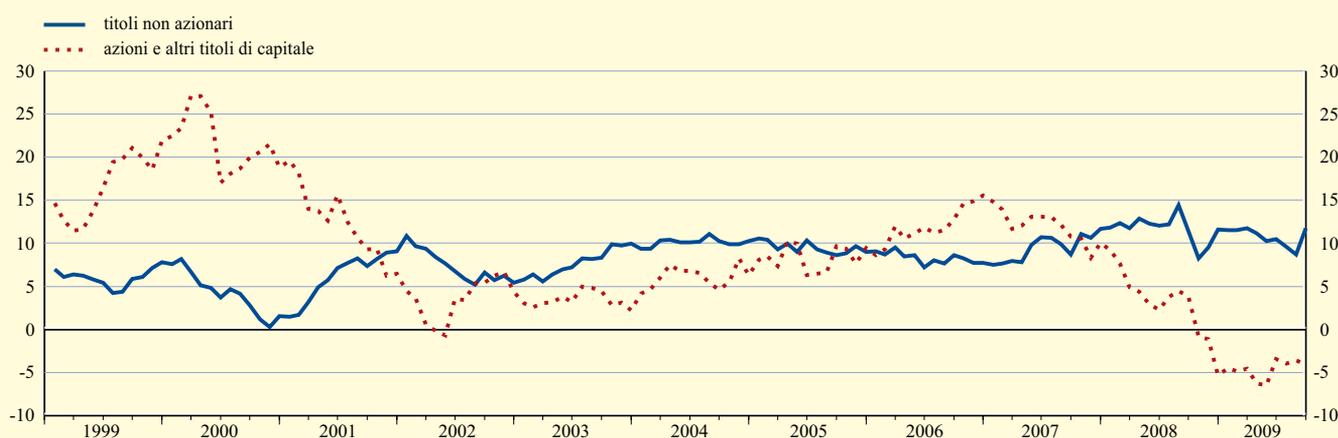
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(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                                |
| <b>Consistenze</b>            |                     |         |              |                           |              |                                     |              |                                   |         |       |         |                                   |
| 2007                          | 5.125,3             | 1.656,4 | 84,0         | 1.180,5                   | 16,6         | 919,9                               | 33,3         | 1.234,7                           | 1.636,5 | 424,5 | 869,3   | 342,7                             |
| 2008                          | 5.858,4             | 1.887,1 | 92,4         | 1.225,4                   | 19,3         | 1.355,5                             | 51,2         | 1.227,5                           | 1.476,9 | 423,2 | 776,3   | 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.                          | 6.285,4             | 2.016,8 | 106,7        | 1.445,8                   | 20,4         | 1.443,9                             | 47,7         | 1.204,1                           | 1.475,0 | 428,3 | 770,6   | 276,1                             |
| lug.                          | 6.298,0             | 2.033,1 | 107,7        | 1.456,7                   | 19,2         | 1.440,9                             | 48,5         | 1.192,0                           | 1.486,6 | 437,6 | 767,2   | 281,8                             |
| ago.                          | 6.305,1             | 2.030,2 | 105,4        | 1.457,7                   | 17,9         | 1.445,5                             | 47,3         | 1.201,1                           | 1.495,9 | 449,5 | 763,3   | 283,1                             |
| set. <sup>(p)</sup>           | 6.290,0             | 2.014,9 | 103,1        | 1.483,4                   | 18,1         | 1.445,3                             | 46,1         | 1.179,0                           | 1.499,4 | 443,5 | 779,4   | 276,5                             |
| <b>Transazioni</b>            |                     |         |              |                           |              |                                     |              |                                   |         |       |         |                                   |
| 2007                          | 543,7               | 136,1   | 18,1         | -86,2                     | 1,5          | 269,5                               | 9,5          | 195,2                             | 147,8   | 51,3  | 55,4    | 41,0                              |
| 2008                          | 597,1               | 212,4   | 5,9          | 36,5                      | 1,9          | 295,0                               | 19,0         | 26,4                              | -84,2   | 22,9  | -56,6   | -50,5                             |
| 2009 1° trim.                 | 171,8               | 34,6    | 4,1          | 83,7                      | 0,5          | 51,7                                | -1,6         | -1,2                              | 16,6    | 7,2   | 5,7     | 3,6                               |
| 2° trim.                      | 23,0                | -4,7    | -0,5         | 34,7                      | -1,9         | -2,6                                | -0,5         | -1,5                              | 9,1     | 16,1  | -5,7    | -1,3                              |
| 2009 apr.                     | 65,7                | 31,2    | -3,2         | 17,6                      | 0,1          | 27,5                                | -0,3         | -7,2                              | 28,6    | 5,7   | 21,2    | 1,8                               |
| mag.                          | 63,8                | 24,4    | 6,8          | 23,1                      | -0,8         | 9,6                                 | -1,4         | 2,2                               | 1,3     | 4,9   | -3,4    | -0,3                              |
| giu.                          | 42,2                | -21,0   | 0,5          | 43,0                      | 1,1          | 14,6                                | 0,2          | 3,7                               | -13,3   | -3,4  | -12,0   | 2,1                               |
| lug.                          | 14,4                | 18,6    | 1,0          | 8,0                       | -1,2         | -3,9                                | 0,5          | -8,6                              | 4,4     | 6,6   | -7,4    | 5,2                               |
| ago.                          | 11,7                | -4,6    | -1,3         | 0,6                       | -1,2         | 3,4                                 | -0,8         | 15,6                              | 4,0     | 10,2  | -6,9    | 0,7                               |
| set. <sup>(p)</sup>           | -3,1                | -18,7   | -0,3         | 26,2                      | 0,5          | -2,1                                | -0,3         | -8,5                              | 0,7     | -0,8  | 8,6     | -7,1                              |
| <b>Variazioni percentuali</b> |                     |         |              |                           |              |                                     |              |                                   |         |       |         |                                   |
| 2007 dic.                     | 11,7                | 8,7     | 25,4         | -6,8                      | 10,7         | 43,3                                | 33,4         | 17,7                              | 10,0    | 13,7  | 6,9     | 13,9                              |
| 2008 dic.                     | 11,6                | 12,7    | 8,1          | 3,1                       | 9,9          | 32,2                                | 57,2         | 2,2                               | -5,3    | 5,4   | -6,7    | -15,3                             |
| 2009 mar.                     | 11,7                | 14,4    | 10,4         | 12,5                      | 16,1         | 30,2                                | 2,8          | -5,4                              | -4,5    | 0,5   | -6,6    | -6,4                              |
| 2009 apr.                     | 11,1                | 14,9    | 2,4          | 12,8                      | 20,0         | 28,7                                | -4,2         | -7,2                              | -6,3    | 0,6   | -9,6    | -6,6                              |
| mag.                          | 10,3                | 13,5    | 1,6          | 14,0                      | 18,2         | 26,5                                | -7,0         | -8,2                              | -6,5    | -0,8  | -9,3    | -6,7                              |
| giu.                          | 10,5                | 11,9    | 1,4          | 18,0                      | 19,8         | 24,5                                | -5,7         | -7,7                              | -3,4    | 0,7   | -5,5    | -4,0                              |
| lug.                          | 9,6                 | 11,8    | -1,8         | 18,2                      | 13,6         | 22,3                                | -5,5         | -9,4                              | -4,0    | 2,0   | -8,6    | 0,6                               |
| ago.                          | 8,7                 | 10,7    | -2,0         | 18,3                      | 13,7         | 19,5                                | -7,1         | -9,4                              | -3,6    | 5,5   | -9,5    | 0,0                               |
| set. <sup>(p)</sup>           | 11,8                | 11,3    | 3,9          | 24,3                      | 15,2         | 22,0                                | -5,1         | -5,8                              | -4,1    | 4,3   | -8,9    | -2,5                              |

## F14 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie<sup>3)</sup>**

|                     | 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         | -1,2           | -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.                | -0,4               | -0,1          | -0,1                    | -0,2         | -0,2                               | 0,0           | 0,0                     | -0,2         | -0,4           | -0,1          | 0,0                     | -0,2         |
| set. <sup>(p)</sup> | -0,5               | -0,1          | -0,1                    | -0,3         | -0,4                               | 0,0           | 0,0                     | -0,3         | -0,5           | -0,1          | -0,1                    | -0,4         |

**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                    | -3,4          | -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.                | -1,4                    | -0,7          | -0,4                    | -0,3         | -0,1          | -0,1          | 0,0          |
| set. <sup>(p)</sup> | -3,0                    | -0,8          | -0,7                    | -1,5         | -0,5          | -0,2          | -0,3         |

**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      | -0,4                      | -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.       | -14,1               | -0,3 | -0,1     | -3,2                      | 0,0      | -2,9                                | 0,4      | -8,1                              | -16,0                             | -3,5 | -11,5   | -1,0                              |
| 2° trim.            | -2,4                | 2,0  | 0,1      | -2,0                      | -0,1     | -1,7                                | 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                | 1,3  | 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.                | 8,0                 | 1,8  | 0,1      | 2,9                       | 0,0      | 0,6                                 | 0,2      | 2,3                               | 7,3                               | 2,7  | 4,0     | 0,5                               |
| ago.                | 4,9                 | 1,5  | 0,0      | 0,4                       | 0,0      | 1,2                                 | 0,0      | 1,8                               | 5,2                               | 1,7  | 3,0     | 0,5                               |
| set. <sup>(p)</sup> | 4,9                 | 2,9  | 0,0      | -0,6                      | 0,0      | 1,8                                 | 0,0      | 0,9                               | 3,0                               | 1,0  | 1,5     | 0,5                               |

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

### 1. Depositi

|                                   | IFM <sup>3)</sup> |                    |              |      |     |     |                 | Non IFM            |              |        |      |     |     |      |
|-----------------------------------|-------------------|--------------------|--------------|------|-----|-----|-----------------|--------------------|--------------|--------|------|-----|-----|------|
|                                   | Tutte le valute   | Euro <sup>4)</sup> | Altre valute |      |     |     | Tutte le valute | Euro <sup>4)</sup> | 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                              | 6.087,7           | 92,1               | 7,9          | 4,8  | 0,4 | 1,1 | 1,0             | 8.994,4            | 96,4         | 3,6    | 2,2  | 0,4 | 0,1 | 0,5  |
| 2008 3° trim.                     | 6.749,5           | 89,4               | 10,6         | 6,9  | 0,4 | 1,5 | 1,0             | 9.469,6            | 96,2         | 3,8    | 2,2  | 0,5 | 0,1 | 0,6  |
| 4° trim.                          | 6.861,2           | 89,7               | 10,3         | 7,3  | 0,4 | 1,2 | 0,8             | 9.880,6            | 96,9         | 3,1    | 1,9  | 0,5 | 0,1 | 0,4  |
| 2009 1° trim.                     | 6.609,1           | 90,9               | 9,1          | 6,3  | 0,3 | 1,2 | 0,7             | 9.988,3            | 96,9         | 3,1    | 1,9  | 0,4 | 0,1 | 0,5  |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>           | 6.627,8           | 92,2               | 7,8          | 5,1  | 0,3 | 1,1 | 0,8             | 10.140,2           | 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                              | 2.953,6           | 47,0               | 53,0         | 33,5 | 2,9 | 2,4 | 11,0            | 908,2              | 50,1         | 49,9   | 32,9 | 1,6 | 1,8 | 9,9  |
| 2008 3° trim.                     | 3.149,0           | 45,8               | 54,2         | 35,1 | 3,2 | 2,7 | 9,8             | 1.002,6            | 52,6         | 47,4   | 30,3 | 1,3 | 1,5 | 10,3 |
| 4° trim.                          | 2.816,9           | 48,2               | 51,8         | 33,4 | 2,8 | 2,6 | 10,2            | 897,0              | 54,9         | 45,1   | 28,7 | 1,4 | 1,9 | 9,4  |
| 2009 1° trim.                     | 2.786,7           | 47,2               | 52,8         | 34,8 | 2,1 | 2,6 | 10,4            | 879,0              | 52,7         | 47,3   | 31,6 | 1,2 | 1,9 | 8,4  |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>           | 2.704,5           | 49,0               | 51,0         | 32,8 | 1,9 | 2,6 | 10,9            | 860,8              | 51,9         | 48,1   | 33,0 | 1,3 | 1,8 | 7,7  |

### 2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

|                         | Tutte le valute | Euro <sup>4)</sup> | 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. <sup>(p)</sup> | 5.225,0         | 83,6               | 16,4         | 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 <sup>1), 2)</sup>**

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

**3. Prestiti**

|  | IFM <sup>3)</sup> |                    |              |      |     |     |                 | Non IFM            |              |        |      |     |     |     |
|--|-------------------|--------------------|--------------|------|-----|-----|-----------------|--------------------|--------------|--------|------|-----|-----|-----|
|  | Tutte le valute   | Euro <sup>4)</sup> | Altre valute |      |     |     | Tutte le valute | Euro <sup>4)</sup> | 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  |     |
| <b>Residenti nell'area dell'euro</b>     |                   |                    |              |      |     |     |                 |                    |              |        |      |     |     |     |
| 2006                                     | 4.938,0           | -                  | -            | -    | -   | -   | 9.943,7         | 96,4               | 3,6          | 1,6    | 0,2  | 1,1 | 0,5 |     |
| 2007                                     | 5.794,2           | -                  | -            | -    | -   | -   | 11.099,0        | 96,2               | 3,8          | 1,8    | 0,2  | 0,9 | 0,6 |     |
| 2008 3° trim.                            | 6.350,3           | -                  | -            | -    | -   | -   | 11.783,0        | 95,8               | 4,2          | 2,1    | 0,2  | 1,0 | 0,5 |     |
| 4° trim.                                 | 6.312,6           | -                  | -            | -    | -   | -   | 11.739,4        | 95,9               | 4,1          | 2,1    | 0,3  | 1,0 | 0,4 |     |
| 2009 1° trim.                            | 6.128,1           | -                  | -            | -    | -   | -   | 11.785,6        | 95,9               | 4,1          | 2,1    | 0,3  | 1,0 | 0,5 |     |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>                  | 6.216,7           | -                  | -            | -    | -   | -   | 11.834,4        | 96,1               | 3,9          | 2,0    | 0,2  | 1,0 | 0,5 |     |
| <b>Non residenti nell'area dell'euro</b> |                   |                    |              |      |     |     |                 |                    |              |        |      |     |     |     |
| 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                                     | 2.344,5           | 48,2               | 51,8         | 28,8 | 2,3 | 2,4 | 12,7            | 955,6              | 40,9         | 59,1   | 41,2 | 1,2 | 3,7 | 8,2 |
| 2008 3° trim.                            | 2.457,1           | 42,7               | 57,3         | 33,2 | 2,9 | 2,6 | 12,4            | 1.064,2            | 41,4         | 58,6   | 40,5 | 1,5 | 3,9 | 8,0 |
| 4° trim.                                 | 2.282,0           | 45,8               | 54,2         | 31,8 | 3,0 | 2,6 | 11,3            | 965,8              | 40,5         | 59,5   | 41,9 | 1,4 | 4,3 | 7,4 |
| 2009 1° trim.                            | 2.101,0           | 44,8               | 55,2         | 31,2 | 2,7 | 3,1 | 12,7            | 956,1              | 38,1         | 61,9   | 44,5 | 1,0 | 4,2 | 7,8 |
| 2° trim. <sup>(p)</sup>                  | 2.014,7           | 45,5               | 54,5         | 29,5 | 2,9 | 3,1 | 13,5            | 932,9              | 39,5         | 60,5   | 43,0 | 0,9 | 4,0 | 7,8 |

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

|  | Emessi da IFM <sup>3)</sup> |                    |              |      |     |     |                 | Emessi da non IFM  |              |        |      |     |     |      |
|--|-----------------------------|--------------------|--------------|------|-----|-----|-----------------|--------------------|--------------|--------|------|-----|-----|------|
|  | Tutte le valute             | Euro <sup>4)</sup> | Altre valute |      |     |     | Tutte le valute | Euro <sup>4)</sup> | 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  |      |
| <b>Emessi da residenti nell'area dell'euro</b>     |                             |                    |              |      |     |     |                 |                    |              |        |      |     |     |      |
| 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   | 1.740,4                     | 95,2               | 4,8          | 2,4  | 0,3 | 0,3 | 1,5             | 2.150,3            | 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.   | 1.979,5                     | 95,3               | 4,7          | 2,6  | 0,4 | 0,2 | 1,2             | 2.651,4            | 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. <sup>(p)</sup>                            | 2.123,5                     | 95,0               | 5,0          | 2,5  | 0,5 | 0,4 | 1,3             | 2.957,9            | 97,7         | 2,3    | 1,5  | 0,2 | 0,1 | 0,3  |
| <b>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</b> |                             |                    |              |      |     |     |                 |                    |              |        |      |     |     |      |
| 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   | 582,4                       | 53,9               | 46,1         | 27,3 | 0,7 | 0,4 | 14,4            | 652,3              | 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.   | 580,7                       | 54,1               | 45,9         | 28,6 | 0,9 | 0,5 | 13,3            | 646,8              | 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. <sup>(p)</sup>                            | 573,0                       | 55,2               | 44,8         | 24,8 | 1,7 | 1,4 | 14,4            | 631,1              | 33,5         | 66,5   | 40,4 | 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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

|                         | Totale<br>1 | Depositi<br>2 | Titoli non azionari |                       |                      | Azioni<br>e altri titoli<br>di capitale<br>6 | Quote<br>di fondi<br>d'investimento<br>7 | Capitale<br>fisso<br>8 | Altre<br>attività<br>9 |
|-------------------------|-------------|---------------|---------------------|-----------------------|----------------------|--|--|------------------------|------------------------|
|                         |             |               | Totale<br>3         | fino<br>a 1 anno<br>4 | oltre<br>1 anno<br>5 |  |  |                        |                        |
| 2008 1° trim.           | 5.162,7     | 365,9         | 1.858,7             | 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         | 1.748,2             | 148,1                 | 1.600,1              | 1.411,5                                      | 641,9                                    | 202,8                  | 333,4                  |
| 4° trim.                | 4.231,8     | 352,0         | 1.688,2             | 132,4                 | 1.555,8              | 1.131,1                                      | 566,7                                    | 200,9                  | 292,9                  |
| 2009 1° trim.           | 4.099,2     | 345,6         | 1.699,2             | 121,7                 | 1.577,5              | 1.043,3                                      | 529,8                                    | 205,6                  | 275,6                  |
| 2° trim. <sup>(p)</sup> | 4.540,1     | 357,6         | 1.866,7             | 120,7                 | 1.746,0              | 1.239,6                                      | 568,0                                    | 208,1                  | 300,2                  |

### 2. Passività

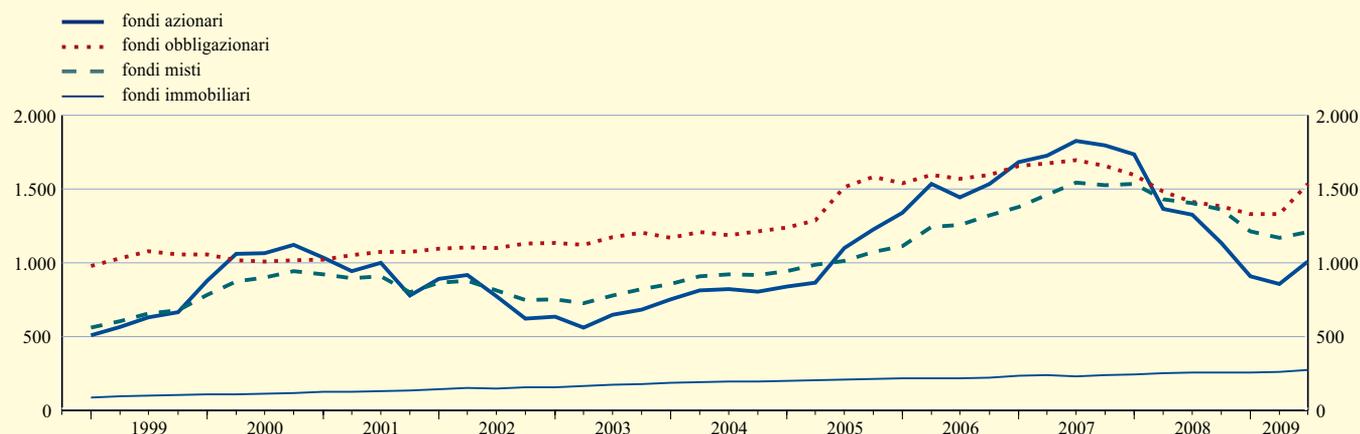
|                         | Totale<br>1 | Depositi<br>e prestiti ricevuti<br>2 | Quote di fondi<br>d'investimento<br>3 | Altre<br>passività<br>4 |
|-------------------------|-------------|--------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|
| 2008 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.                | 4.231,8     | 64,9                                 | 3.982,4                               | 184,6                   |
| 2009 1° trim.           | 4.099,2     | 76,2                                 | 3.838,6                               | 184,4                   |
| 2° trim. <sup>(p)</sup> | 4.540,1     | 81,5                                 | 4.237,2                               | 221,4                   |

### 3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

|                         | Totale<br>1 | Per strategia di investimento |                              |                     |                           | Per tipologia di investitore |                                     |  |
|-------------------------|-------------|-------------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------------|------------------------------|-------------------------------------|--|
|                         |             | Fondi<br>azionari<br>2        | Fondi<br>obbligazionari<br>3 | Fondi<br>misti<br>4 | Fondi<br>immobiliari<br>5 | Altri<br>fondi<br>6          | Fondi<br>aperti<br>al pubblico<br>7 | Fondi riservati<br>a speciali categorie<br>di investitori<br>8 |
| 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                        | 3.342,9                             | 1.372,3  |
| 4° trim.                | 4.231,8     | 907,0                         | 1.331,1                      | 1.210,8             | 256,5                     | 526,4                        | 2.950,2                             | 1.281,6  |
| 2009 1° trim.           | 4.099,2     | 854,7                         | 1.330,5                      | 1.170,7             | 260,0                     | 483,3                        | 2.829,0                             | 1.270,1  |
| 2° trim. <sup>(p)</sup> | 4.540,1     | 1.008,1                       | 1.532,3                      | 1.206,8             | 274,5                     | 518,4                        | 3.093,4                             | 1.446,7  |

## 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              |
| <b>Fondi azionari</b>       |         |          |                     |               |              |                                   |                               |                |                |
| 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.                    | 907,0   | 36,3     | 64,9                | 19,4          | 45,5         | 715,3                             | 47,2                          | -              | 43,3           |
| 2009 1° trim.               | 854,7   | 39,0     | 63,5                | 16,5          | 47,0         | 660,9                             | 45,2                          | -              | 46,1           |
| 2° trim. (p)                | 1.008,1 | 45,9     | 54,2                | 16,0          | 38,3         | 812,3                             | 51,8                          | -              | 43,7           |
| <b>Fondi obbligazionari</b> |         |          |                     |               |              |                                   |                               |                |                |
| 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          | 1.006,0      | 55,7                              | 41,3                          | -              | 83,5           |
| 4° trim.                    | 1.331,1 | 122,2    | 1.034,7             | 62,2          | 972,5        | 57,0                              | 36,4                          | -              | 80,6           |
| 2009 1° trim.               | 1.330,5 | 117,5    | 1.044,9             | 62,1          | 982,8        | 48,5                              | 38,6                          | -              | 81,0           |
| 2° trim. (p)                | 1.532,3 | 119,1    | 1.210,3             | 64,9          | 1.145,4      | 55,2                              | 38,7                          | -              | 109,0          |
| <b>Fondi misti</b>          |         |          |                     |               |              |                                   |                               |                |                |
| 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.               | 1.170,7 | 109,5    | 498,5               | 28,2          | 470,3        | 227,3                             | 224,0                         | 1,8            | 109,6          |
| 2° trim. (p)                | 1.206,8 | 104,0    | 505,0               | 23,8          | 481,2        | 252,8                             | 237,6                         | 1,2            | 106,1          |
| <b>Fondi immobiliari</b>    |         |          |                     |               |              |                                   |                               |                |                |
| 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.                    | 256,5   | 14,4     | 4,8                 | 1,1           | 3,7          | 11,5                              | 6,8                           | 199,2          | 19,8           |
| 2009 1° trim.               | 260,0   | 14,5     | 5,1                 | 1,1           | 4,0          | 11,2                              | 7,5                           | 203,4          | 18,3           |
| 2° trim. (p)                | 274,5   | 20,8     | 5,5                 | 1,1           | 4,4          | 14,9                              | 8,2                           | 206,3          | 18,7           |

**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 |
|--|---------|----------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------------|----------------|----------------|
|  |         |          |                     |                                   |                               |                |                |
| <b>Fondi aperti al pubblico</b>                            |         |          |                     |                                   |                               |                |                |
| 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.   | 3.342,9 | 265,4    | 1.105,7             | 1.140,8                           | 441,4                         | 152,4          | 237,3          |
| 4° trim.   | 2.950,2 | 244,5    | 1.037,9             | 931,4                             | 382,6                         | 147,4          | 206,3          |
| 2009 1° trim.  | 2.829,0 | 244,5    | 1.029,9             | 863,6                             | 343,0                         | 147,8          | 200,3          |
| 2° trim. (p)   | 3.093,4 | 257,6    | 1.099,9             | 1.021,9                           | 361,8                         | 150,2          | 201,9          |
| <b>Fondi riservati a speciali categorie di investitori</b> |         |          |                     |                                   |                               |                |                |
| 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           | 86,6           |
| 2009 1° trim.  | 1.270,1 | 101,1    | 669,3               | 179,7                             | 186,8                         | 57,8           | 75,3           |
| 2° trim. (p)   | 1.446,7 | 100,0    | 766,8               | 217,6                             | 206,2                         | 57,8           | 98,3           |

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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| <b>2° trim. 2009</b>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Conti verso l'estero</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Esportazioni di beni e servizi  |                |          |                         |                     |                           | 424,5           |
| Saldo commerciale <sup>1)</sup>   |                |          |                         |                     |                           | -20,8           |
| <b>Formazione del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base)  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Redditi da lavoro dipendente  | 1.113,9        | 109,6    | 708,4                   | 54,4                | 241,5                     |                 |
| Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   | 33,6           | 3,5      | 22,7                    | 3,6                 | 3,8                       |                 |
| Consumo di capitale fisso   | 355,1          | 96,8     | 200,7                   | 11,6                | 46,0                      |                 |
| Margine operativo lordo e reddito misto <sup>1)</sup>   | 517,0          | 281,8    | 203,1                   | 32,7                | -0,6                      |                 |
| <b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Margine operativo lordo e reddito misto   |                |          |                         |                     |                           | 4,7             |
| Redditi da lavoro dipendente  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Redditi da capitale   | 1.016,8        | 37,5     | 492,0                   | 418,7               | 68,6                      | 115,8           |
| Interessi   | 425,5          | 35,2     | 67,1                    | 254,6               | 68,5                      | 64,7            |
| Altri redditi da capitale   | 591,3          | 2,3      | 424,9                   | 164,0               | 0,0                       | 51,1            |
| Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>   | 1.862,3        | 1.673,3  | -59,7                   | 33,1                | 215,6                     |                 |
| <b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Reddito nazionale netto   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.  | 258,4          | 212,5    | 37,0                    | 8,6                 | 0,3                       | 4,3             |
| Contributi sociali  | 414,6          | 414,6    |                         |                     |                           | 0,8             |
| Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura                               | 438,4          | 1,5      | 15,9                    | 31,0                | 390,0                     | 0,7             |
| Altri trasferimenti correnti  | 182,8          | 69,3     | 25,8                    | 46,2                | 41,6                      | 7,8             |
| Premi netti per assicurazioni non del ramo vita   | 44,6           | 32,4     | 10,7                    | 0,8                 | 0,7                       | 1,1             |
| Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita                                     | 44,5           |          |                         | 44,5                |                           | 0,5             |
| Altro   | 93,7           | 36,9     | 15,1                    | 0,8                 | 40,9                      | 6,2             |
| Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>   | 1.843,1        | 1.502,2  | -110,8                  | 40,2                | 411,5                     |                 |
| <b>Utilizzo del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Reddito netto disponibile   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Spese per consumi finali  | 1.784,5        | 1.294,5  |                         |                     | 490,1                     |                 |
| Spese per consumi individuali   | 1.591,5        | 1.294,5  |                         |                     | 297,0                     |                 |
| Spese per consumi collettivi  | 193,0          |          |                         |                     | 193,0                     |                 |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione                | 17,0           | 0,1      | 0,5                     | 16,4                | 0,0                       | 0,0             |
| Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>                                   | 58,6           | 224,6    | -111,3                  | 23,8                | -78,6                     | 17,7            |
| <b>Conto capitale</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Risparmio netto/conto corrente verso l'estero   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Investimenti lordi  | 431,4          | 142,9    | 216,8                   | 12,6                | 59,2                      |                 |
| Investimenti fissi lordi  | 462,4          | 143,9    | 247,0                   | 12,4                | 59,1                      |                 |
| Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte | -31,0          | -1,1     | -30,3                   | 0,2                 | 0,1                       |                 |
| Consumo di capitale fisso   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte                           | 0,3            | -1,8     | 1,3                     | 0,3                 | 0,6                       | -0,3            |
| Trasferimenti in conto capitale   | 45,1           | 8,4      | 3,3                     | 6,7                 | 26,6                      | 4,8             |
| Imposte in conto capitale   | 11,2           | 5,6      | 0,3                     | 5,3                 |                           | 0,0             |
| Altri trasferimenti in conto capitale   | 33,9           | 2,8      | 3,0                     | 1,4                 | 26,6                      | 4,8             |
| Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>           | -15,3          | 183,3    | -113,2                  | 20,6                | -106,0                    | 15,3            |
| Discrepanza statistica  | 0,0            | -31,4    | 31,4                    | 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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| <b>2° trim. 2009</b>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Conti verso l'estero</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Esportazioni di beni e servizi  |                |          |                         |                     |                           | 403,7           |
| <i>Saldo commerciale</i>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Formazione del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base)  | 2.019,6        | 491,6    | 1.135,0                 | 102,3               | 290,7                     |                 |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   | 217,1          |          |                         |                     |                           |                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>                                    | 2.236,7        |          |                         |                     |                           |                 |
| Redditi da lavoro dipendente  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Consumo di capitale fisso   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Margine operativo lordo e reddito misto   | 517,0          | 281,8    | 203,1                   | 32,7                | -0,6                      |                 |
| Redditi da lavoro dipendente  | 1.116,0        | 1.116,0  |                         |                     |                           | 2,7             |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti   | 252,9          |          |                         |                     | 252,9                     | -2,3            |
| Redditi da capitale   | 993,2          | 313,1    | 229,1                   | 419,1               | 31,8                      | 139,4           |
| Interessi   | 413,3          | 63,5     | 43,3                    | 297,8               | 8,6                       | 76,9            |
| Altri redditi da capitale   | 579,9          | 249,6    | 185,8                   | 121,4               | 23,2                      | 62,5            |
| <i>Reddito nazionale netto</i>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Reddito nazionale netto   | 1.862,3        | 1.673,3  | -59,7                   | 33,1                | 215,6                     |                 |
| Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.  | 262,0          |          |                         |                     | 262,0                     | 0,6             |
| Contributi sociali  | 414,4          | 1,2      | 17,0                    | 47,4                | 348,9                     | 1,0             |
| Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura                               | 436,5          | 436,5    |                         |                     |                           | 2,7             |
| Altri trasferimenti correnti  | 162,2          | 89,1     | 10,6                    | 45,5                | 17,0                      | 28,4            |
| Premi netti per assicurazioni non del ramo vita   | 44,5           |          |                         | 44,5                |                           | 1,1             |
| Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita                                     | 43,8           | 34,9     | 8,0                     | 0,6                 | 0,3                       | 1,2             |
| Altro   | 73,9           | 54,2     | 2,6                     | 0,4                 | 16,7                      | 26,1            |
| <i>Reddito netto disponibile</i>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Utilizzo del conto dei redditi</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Reddito netto disponibile   | 1.843,1        | 1.502,2  | -110,8                  | 40,2                | 411,5                     |                 |
| Spese per consumi finali  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Spese per consumi individuali   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Spese per consumi collettivi  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione                | 17,0           | 17,0     |                         |                     |                           | 0,0             |
| <i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| <b>Conto capitale</b>   |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Risparmio netto/conto corrente verso l'estero   | 58,6           | 224,6    | -111,3                  | 23,8                | -78,6                     | 17,7            |
| Investimenti lordi  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Investimenti fissi lordi  |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Consumo di capitale fisso   | 355,1          | 96,8     | 200,7                   | 11,6                | 46,0                      |                 |
| Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte                           |                |          |                         |                     |                           |                 |
| Trasferimenti in conto capitale   | 47,8           | 11,4     | 18,6                    | 4,8                 | 12,9                      | 2,1             |
| Imposte in conto capitale   | 11,2           |          |                         |                     | 11,2                      | 0,0             |
| Altri trasferimenti in conto capitale   | 36,6           | 11,4     | 18,6                    | 4,8                 | 1,8                       | 2,1             |
| <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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|----------|-------------------------------|---|---------------------------|-----------------|
| <b>2° trim. 2009</b>  |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| <b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>             |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| Totale delle attività finanziarie                             |                | 16.592,7 | 13.849,2                | 23.623,5 | 9.709,5                       | 5.915,4                                   | 3.216,5                   | 14.773,4        |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)            |                |          |                         | 245,2    |                               |   |                           |                 |
| Banconote, monete e depositi                                  |                | 6.242,5  | 1.706,8                 | 2.181,1  | 1.820,2                       | 871,1                                     | 736,1                     | 4.077,6         |
| Titoli di debito a breve termine                              |                | 60,4     | 107,0                   | 137,5    | 371,0                         | 345,3                                     | 25,5                      | 795,5           |
| Titoli di debito a lungo termine                              |                | 1.310,7  | 220,5                   | 4.442,4  | 1.664,5                       | 2.035,0                                   | 316,8                     | 3.037,4         |
| Prestiti  |                | 67,5     | 2.631,3                 | 12.765,8 | 2.266,8                       | 367,8                                     | 444,3                     | 1.811,4         |
| <i>di cui a lungo termine</i>                                 |                | 49,5     | 1.460,0                 | 9.724,0  | 1.757,0                       | 304,9                                     | 355,9                     | .               |
| Azioni e altre partecipazioni                                 |                | 3.493,2  | 5.812,9                 | 1.541,0  | 3.399,0                       | 1.826,1                                   | 1.111,3                   | 4.353,1         |
| Azioni quotate  |                | 523,7    | 998,2                   | 412,8    | 1.373,1                       | 395,2                                     | 223,3                     | .               |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     |                | 1.694,2  | 4.496,2                 | 909,1    | 1.493,0                       | 391,2                                     | 764,1                     | .               |
| Quote di fondi di investimento                                |                | 1.275,3  | 318,5                   | 219,0    | 532,9                         | 1.039,7                                   | 123,9                     | .               |
| Riserve tecniche di assicurazione                             |                | 5.178,3  | 140,5                   | 1,9      | 0,0                           | 154,4                                     | 3,1                       | 134,6           |
| Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati            |                | 240,2    | 3.230,3                 | 2.308,8  | 187,9                         | 315,8                                     | 579,4                     | 563,7           |
| <i>Ricchezza finanziaria netta</i>                            |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| <b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b> |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| Totale delle transazioni attività finanziarie                 |                | 193,0    | 60,2                    | -123,2   | 164,7                         | 42,9                                      | 112,3                     | -8,8            |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)            |                |          |                         | -0,4     |                               |   |                           | 0,4             |
| Banconote, monete e depositi                                  |                | 74,1     | 41,6                    | -54,2    | 27,3                          | -13,3                                     | 17,1                      | -151,6          |
| Titoli di debito a breve termine                              |                | -14,0    | -28,5                   | -13,7    | 17,8                          | 6,5                                       | -0,8                      | 64,9            |
| Titoli di debito a lungo termine                              |                | 16,1     | -44,7                   | 147,8    | 113,8                         | -16,0                                     | 35,9                      | 23,0            |
| Prestiti  |                | 0,3      | 14,0                    | 61,8     | -55,7                         | 5,6                                       | 23,5                      | -56,5           |
| <i>di cui a lungo termine</i>                                 |                | 0,0      | 7,7                     | 58,7     | -61,2                         | 5,1                                       | 1,6                       | .               |
| Azioni e altre partecipazioni                                 |                | 31,5     | 64,9                    | 21,9     | 32,1                          | 60,1                                      | 26,9                      | 121,2           |
| Azioni quotate  |                | 18,9     | 37,9                    | -0,5     | -1,6                          | 5,0                                       | 10,0                      | .               |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     |                | 12,4     | 31,1                    | 13,2     | 15,5                          | -3,4                                      | 17,0                      | .               |
| Quote di fondi di investimento                                |                | 0,1      | -4,1                    | 9,2      | 18,2                          | 58,4                                      | -0,1                      | .               |
| Riserve tecniche di assicurazione                             |                | 56,5     | 0,2                     | 0,0      | 0,0                           | 0,3                                       | 0,0                       | -2,3            |
| Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati            |                | 28,5     | 12,7                    | -286,3   | 29,3                          | -0,3                                      | 9,6                       | -7,9            |
| <i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>           |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| <b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>     |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie      |                | 306,0    | 310,5                   | 231,5    | 331,2                         | 86,4                                      | 20,4                      | 55,5            |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)            |                |          |                         | -10,8    |                               |   |                           |                 |
| Banconote, monete e depositi                                  |                | 0,0      | -4,5                    | -21,0    | -5,8                          | 0,0                                       | 0,9                       | -42,0           |
| Titoli di debito a breve termine                              |                | -0,7     | 18,0                    | -1,3     | 5,4                           | 0,5                                       | 0,5                       | -20,0           |
| Titoli di debito a lungo termine                              |                | 17,2     | -5,4                    | -3,5     | 19,4                          | 11,1                                      | -1,0                      | -1,8            |
| Prestiti  |                | 0,0      | -3,6                    | -34,2    | -19,2                         | -1,5                                      | 0,3                       | -19,6           |
| <i>di cui a lungo termine</i>                                 |                | 0,0      | -3,6                    | -17,2    | -21,7                         | -0,9                                      | -0,4                      | .               |
| Azioni e altre partecipazioni                                 |                | 233,3    | 361,8                   | 62,2     | 317,8                         | 65,2                                      | 21,6                      | 196,8           |
| Azioni quotate  |                | 90,7     | 95,8                    | 43,1     | 188,3                         | 39,3                                      | 21,2                      | .               |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     |                | 91,1     | 250,0                   | 35,8     | 110,3                         | 5,2                                       | -3,3                      | .               |
| Quote di fondi di investimento                                |                | 51,5     | 16,0                    | -16,7    | 19,2                          | 20,6                                      | 3,7                       | .               |
| Riserve tecniche di assicurazione                             |                | 53,9     | 3,5                     | 0,0      | 0,0                           | 28,5                                      | 0,0                       | -46,1           |
| Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati            |                | 2,3      | -59,4                   | 240,2    | 13,6                          | -17,4                                     | -1,9                      | -11,8           |
| <i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>     |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| <b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>             |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |
| Totale delle attività finanziarie                             |                | 17.091,7 | 14.219,9                | 23.731,9 | 10.205,4                      | 6.044,7                                   | 3.349,2                   | 14.819,7        |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)            |                |          |                         | 234,0    |                               |   |                           |                 |
| Banconote, monete e depositi                                  |                | 6.316,6  | 1.743,8                 | 2.105,9  | 1.841,7                       | 857,8                                     | 754,1                     | 3.883,9         |
| Titoli di debito a breve termine                              |                | 45,7     | 96,5                    | 122,4    | 394,2                         | 352,3                                     | 25,2                      | 840,5           |
| Titoli di debito a lungo termine                              |                | 1.344,0  | 170,3                   | 4.586,7  | 1.797,6                       | 2.030,1                                   | 351,7                     | 3.058,6         |
| Prestiti  |                | 67,8     | 2.641,7                 | 12.793,4 | 2.192,0                       | 371,9                                     | 468,1                     | 1.735,3         |
| <i>di cui a lungo termine</i>                                 |                | 49,5     | 1.464,1                 | 9.765,5  | 1.674,0                       | 309,1                                     | 357,1                     | .               |
| Azioni e altre partecipazioni                                 |                | 3.758,0  | 6.239,6                 | 1.625,0  | 3.748,9                       | 1.951,3                                   | 1.159,7                   | 4.671,0         |
| Azioni quotate  |                | 633,3    | 1.131,9                 | 455,4    | 1.559,8                       | 439,5                                     | 254,5                     | .               |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     |                | 1.797,8  | 4.777,3                 | 958,1    | 1.618,8                       | 393,1                                     | 777,8                     | .               |
| Quote di fondi di investimento                                |                | 1.326,9  | 330,4                   | 211,5    | 570,4                         | 1.118,7                                   | 127,5                     | .               |
| Riserve tecniche di assicurazione                             |                | 5.288,7  | 144,2                   | 1,9      | 0,0                           | 183,2                                     | 3,2                       | 86,3            |
| Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati            |                | 271,0    | 3.183,6                 | 2.262,6  | 230,8                         | 298,1                                     | 587,2                     | 544,0           |
| <i>Ricchezza finanziaria netta</i>                            |                |          |                         |          |                               |   |                           |                 |

Fonte: BCE.

**3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)**

(miliardi di euro)

| Passività  | Area<br>dell'euro | Famiglie | Società<br>non<br>finanziarie | IFM      | Altri<br>intermediari<br>finanziari | Società<br>di assicu-<br>razione<br>e fondi<br>pensione | Ammini-<br>strazioni<br>pubbliche | Resto<br>del mondo |
|--|-------------------|----------|-------------------------------|----------|-------------------------------------|---|-----------------------------------|--------------------|
| <b>2° trim. 2009</b>   |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| <b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Totale delle passività   |                   | 6.339,0  | 21.856,3                      | 23.014,5 | 9.398,4                             | 6.083,0   | 7.713,7                           | 13.030,3           |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Banconote, monete e depositi   |                   |          | 26,3                          | 14.856,7 | 21,0                                | 0,0   | 245,6                             | 2.485,8            |
| Titoli di debito a breve termine                                       |                   |          | 308,5                         | 255,5    | 96,2                                | 10,7  | 943,3                             | 228,0              |
| Titoli di debito a lungo termine                                       |                   |          | 481,7                         | 2.800,0  | 2.193,5                             | 31,5  | 4.859,7                           | 2.660,8            |
| Prestiti   |                   | 5.716,4  | 8.205,0                       |          | 1.828,2                             | 214,7   | 1.260,3                           | 3.130,4            |
| <i>di cui a lungo termine</i>  |                   | 5.344,4  | 5.687,8                       |          | 826,8                               | 80,4  | 1.068,8                           | .                  |
| Azioni e altre partecipazioni  |                   |          | 9.621,7                       | 2.446,1  | 5.043,6                             | 387,4   | 4,2                               | 4.033,4            |
| Azioni quotate   |                   |          | 2.514,0                       | 318,1    | 93,8                                | 122,0   | 0,0                               | .                  |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                              |                   |          | 7.107,7                       | 924,9    | 1.152,2                             | 265,4   | 4,2                               | .                  |
| Quote di fondi di investimento   |                   |          |                               | 1.203,1  | 3.797,6                             |   |                                   | .                  |
| Riserve tecniche di assicurazione                                      |                   | 33,7     | 330,9                         | 62,9     | 0,8                                 | 5.184,0   | 0,5                               | .                  |
| Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati                    |                   | 588,8    | 2.882,1                       | 2.593,3  | 215,3                               | 254,8   | 400,0                             | 491,8              |
| <i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>                        | -1.497,9          | 10.253,8 | -8.007,0                      | 609,1    | 311,1                               | -167,6  | -4.497,2                          | .                  |
| <b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Totale delle transazioni in passività                                  |                   | 41,2     | 142,0                         | -153,0   | 193,8                               | 23,0  | 218,3                             | -24,1              |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Banconote, monete e depositi   |                   |          | 0,5                           | 14,8     | -0,9                                | 0,0   | 8,2                               | -81,5              |
| Titoli di debito a breve termine                                       |                   |          | 8,1                           | -49,5    | -0,2                                | -1,0  | 68,5                              | 6,4                |
| Titoli di debito a lungo termine                                       |                   |          | 25,1                          | 47,9     | 67,4                                | -1,1  | 113,6                             | 22,9               |
| Prestiti   |                   | 31,1     | 12,3                          |          | -61,4                               | -0,2  | 50,3                              | -39,1              |
| <i>di cui a lungo termine</i>  |                   | 27,8     | 40,3                          |          | -75,5                               | -0,2  | 29,1                              | .                  |
| Azioni e altre partecipazioni  |                   |          | 78,1                          | 3,6      | 188,5                               | 0,3   | 0,0                               | 88,0               |
| Azioni quotate   |                   |          | 26,2                          | 12,0     | 1,4                                 | 0,0   | 0,0                               | .                  |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                              |                   |          | 51,9                          | 9,4      | 29,5                                | 0,3   | 0,0                               | .                  |
| Quote di fondi di investimento   |                   |          |                               | -17,8    | 157,6                               |   |                                   | .                  |
| Riserve tecniche di assicurazione                                      |                   | 0,1      | 0,6                           | 2,1      | 0,0                                 | 52,0  | 0,0                               | .                  |
| Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati                    |                   | 9,9      | 17,5                          | -171,9   | 0,4                                 | -26,9   | -22,3                             | -20,9              |
| <i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>       | -15,3             | 151,9    | -81,8                         | 29,8     | -29,1                               | 19,9  | -106,0                            | 15,3               |
| <b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>             |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie              |                   | -1,3     | 503,2                         | 305,5    | 305,0                               | 77,0  | 13,5                              | 149,3              |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Banconote, monete e depositi   |                   |          | 0,0                           | -50,3    | 0,0                                 | 0,0   | 0,0                               | -22,2              |
| Titoli di debito a breve termine                                       |                   |          | 11,3                          | 0,6      | 0,6                                 | 0,0   | -1,0                              | -9,3               |
| Titoli di debito a lungo termine                                       |                   |          | -2,0                          | 2,0      | 24,9                                | -0,1  | -20,5                             | 31,6               |
| Prestiti   |                   | -0,6     | -19,2                         |          | -40,5                               | -1,4  | -2,6                              | -13,6              |
| <i>di cui a lungo termine</i>  |                   | -0,1     | -5,1                          |          | -44,5                               | -1,5  | -2,7                              | .                  |
| Azioni e altre partecipazioni  |                   |          | 628,0                         | 134,6    | 312,1                               | 27,2  | 0,3                               | 156,5              |
| Azioni quotate   |                   |          | 302,9                         | 119,5    | 25,5                                | 19,4  | 0,0                               | .                  |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                              |                   |          | 325,0                         | 27,2     | 55,6                                | 7,8   | 0,3                               | .                  |
| Quote di fondi di investimento   |                   |          |                               | -12,1    | 231,0                               |   |                                   | .                  |
| Riserve tecniche di assicurazione                                      |                   | 0,0      | 0,0                           | 0,0      | 0,0                                 | 39,9  | 0,0                               | .                  |
| Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati                    |                   | -0,7     | -114,9                        | 218,6    | 7,8                                 | 11,4  | 37,2                              | 6,2                |
| <i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i> | 83,0              | 307,3    | -192,7                        | -74,0    | 26,2                                | 9,3   | 6,9                               | -93,8              |
| <b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Totale delle passività finanziarie                                     |                   | 6.378,8  | 22.501,5                      | 23.167,0 | 9.897,2                             | 6.183,1   | 7.945,5                           | 13.155,4           |
| Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)                     |                   |          |                               |          |                                     |   |                                   |                    |
| Banconote, monete e depositi   |                   |          | 26,8                          | 14.821,2 | 20,1                                | 0,0   | 253,8                             | 2.382,1            |
| Titoli di debito a breve termine                                       |                   |          | 327,9                         | 206,6    | 96,6                                | 9,7   | 1.010,8                           | 225,1              |
| Titoli di debito a lungo termine                                       |                   |          | 504,8                         | 2.849,9  | 2.285,8                             | 30,3  | 4.952,9                           | 2.715,4            |
| Prestiti   |                   | 5.746,9  | 8.198,1                       |          | 1.726,3                             | 213,0   | 1.308,1                           | 3.077,7            |
| <i>di cui a lungo termine</i>  |                   | 5.372,1  | 5.723,0                       |          | 706,8                               | 78,7  | 1.095,3                           | .                  |
| Azioni e altre partecipazioni  |                   |          | 10.327,7                      | 2.584,3  | 5.544,2                             | 414,9   | 4,5                               | 4.277,9            |
| Azioni quotate   |                   |          | 2.843,1                       | 449,5    | 120,6                               | 141,4   | 0,0                               | .                  |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                              |                   |          | 7.484,6                       | 961,5    | 1.237,4                             | 273,5   | 4,5                               | .                  |
| Quote di fondi di investimento   |                   |          |                               | 1.173,3  | 4.186,3                             |   |                                   | .                  |
| Riserve tecniche di assicurazione                                      |                   | 33,8     | 331,5                         | 65,1     | 0,8                                 | 5.275,8   | 0,5                               | .                  |
| Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati                    |                   | 598,0    | 2.784,7                       | 2.640,0  | 223,4                               | 239,3   | 414,9                             | 477,1              |
| <i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>                        | -1.430,3          | 10.713,0 | -8.281,6                      | 564,9    | 308,2                               | -138,4  | -4.596,3                          | .                  |

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

| Impieghi   | 2005    | 2006    | 2007    | 3° trim. 2007-<br>2° trim. 2008 | 4° trim. 2007-<br>3° trim. 2008 | 1° trim. 2008-<br>4° trim. 2008 | 2° trim. 2008-<br>1° trim. 2009 | 3° trim. 2008-<br>2° trim. 2009 |
|--|---------|---------|---------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Formazione del conto dei redditi</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base)   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Redditi da lavoro dipendente   | 3.907,1 | 4.070,1 | 4.255,9 | 4.356,9                         | 4.403,1                         | 4.438,5                         | 4.444,9                         | 4.441,1                         |
| Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti  | 130,0   | 128,8   | 137,1   | 136,3                           | 137,1                           | 133,8                           | 131,7                           | 126,3                           |
| Consumo di capitale fisso  | 1.186,7 | 1.247,2 | 1.315,2 | 1.347,5                         | 1.363,9                         | 1.378,2                         | 1.390,3                         | 1.400,0                         |
| <i>Margine operativo lordo e reddito misto</i> <sup>1)</sup>   | 2.072,1 | 2.189,5 | 2.331,7 | 2.375,2                         | 2.379,2                         | 2.358,6                         | 2.293,3                         | 2.211,7                         |
| <b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Margine operativo lordo e reddito misto  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Redditi da lavoro dipendente   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Redditi da capitale  | 2.618,2 | 3.056,3 | 3.617,1 | 3.838,5                         | 3.923,1                         | 3.929,5                         | 3.824,1                         | 3.588,7                         |
| Interessi  | 1.345,8 | 1.644,0 | 2.055,4 | 2.226,3                         | 2.296,2                         | 2.307,2                         | 2.222,5                         | 2.062,9                         |
| Altri redditi da capitale  | 1.272,4 | 1.412,3 | 1.561,7 | 1.612,3                         | 1.626,9                         | 1.622,3                         | 1.601,6                         | 1.525,8                         |
| <i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>   | 6.970,7 | 7.317,8 | 7.695,2 | 7.783,9                         | 7.819,7                         | 7.803,3                         | 7.720,6                         | 7.631,1                         |
| <b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Reddito nazionale netto  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.   | 935,9   | 1.028,2 | 1.111,8 | 1.140,2                         | 1.142,1                         | 1.124,2                         | 1.113,7                         | 1.077,3                         |
| Contributi sociali   | 1.477,8 | 1.540,5 | 1.595,9 | 1.627,7                         | 1.645,3                         | 1.660,4                         | 1.669,2                         | 1.671,4                         |
| Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura                                      | 1.505,5 | 1.553,2 | 1.597,1 | 1.627,1                         | 1.647,5                         | 1.665,1                         | 1.688,9                         | 1.717,4                         |
| Altri trasferimenti correnti   | 712,0   | 722,8   | 753,5   | 775,5                           | 781,7                           | 790,1                           | 784,3                           | 775,3                           |
| Premi netti per assicurazioni non del ramo vita  | 179,6   | 179,6   | 184,2   | 186,5                           | 187,7                           | 188,3                           | 185,7                           | 182,6                           |
| Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita  | 180,5   | 179,9   | 183,9   | 186,6                           | 188,0                           | 189,3                           | 186,6                           | 183,3                           |
| Altro  | 351,8   | 363,3   | 385,4   | 402,4                           | 406,1                           | 412,5                           | 412,0                           | 409,3                           |
| <i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>   | 6.884,3 | 7.225,6 | 7.599,7 | 7.680,2                         | 7.717,1                         | 7.697,7                         | 7.615,7                         | 7.526,8                         |
| <b>Utilizzo del conto dei redditi</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Reddito netto disponibile  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Spese per consumi finali   | 6.355,7 | 6.631,5 | 6.891,7 | 7.044,4                         | 7.119,0                         | 7.156,8                         | 7.164,8                         | 7.157,6                         |
| Spese per consumi individuali  | 5.691,0 | 5.946,4 | 6.180,3 | 6.313,6                         | 6.378,6                         | 6.407,4                         | 6.405,2                         | 6.391,1                         |
| Spese per consumi collettivi   | 664,7   | 685,1   | 711,3   | 730,8                           | 740,4                           | 749,4                           | 759,6                           | 766,4                           |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione                       | 60,8    | 62,9    | 59,7    | 62,3                            | 63,7                            | 64,2                            | 64,8                            | 64,5                            |
| <i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>   | 528,9   | 594,3   | 708,2   | 635,8                           | 598,2                           | 540,9                           | 450,9                           | 369,2                           |
| <b>Conto capitale</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Risparmio netto/conto corrente verso l'estero  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Investimenti lordi   | 1.717,1 | 1.876,7 | 2.021,7 | 2.056,2                         | 2.072,2                         | 2.066,3                         | 2.003,1                         | 1.910,5                         |
| Investimenti fissi lordi   | 1.709,9 | 1.854,9 | 1.995,5 | 2.034,3                         | 2.048,2                         | 2.029,3                         | 1.976,4                         | 1.907,2                         |
| Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore                                    | 7,3     | 21,8    | 26,1    | 21,9                            | 24,0                            | 37,0                            | 26,7                            | 3,2                             |
| Consumo di capitale fisso  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte                                  | -0,4    | -0,5    | -1,2    | 0,1                             | 0,3                             | 0,7                             | 1,2                             | 0,7                             |
| Trasferimenti in conto capitale  | 183,6   | 170,0   | 151,2   | 159,6                           | 163,7                           | 164,1                           | 161,4                           | 169,9                           |
| Imposte in conto capitale  | 24,4    | 22,5    | 24,3    | 23,9                            | 24,1                            | 23,6                            | 23,5                            | 28,6                            |
| Altri trasferimenti in conto capitale  | 159,2   | 147,4   | 126,9   | 135,7                           | 139,6                           | 140,5                           | 137,9                           | 141,3                           |
| <i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i><br><i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup> | 12,1    | -20,2   | 16,8    | -57,8                           | -97,1                           | -136,3                          | -153,9                          | -132,9                          |

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    | 3° trim. 2007-<br>2° trim. 2008 | 4° trim. 2007-<br>3° trim. 2008 | 1° trim. 2008-<br>4° trim. 2008 | 2° trim. 2008-<br>1° trim. 2009 | 3° trim. 2008-<br>2° trim. 2009 |
|--|---------|---------|---------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Formazione del conto dei redditi</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base)   | 7.295,9 | 7.635,5 | 8.039,8 | 8.216,0                         | 8.283,2                         | 8.309,1                         | 8.260,3                         | 8.179,0                         |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti                              | 845,1   | 913,7   | 959,1   | 954,1                           | 952,5                           | 945,6                           | 928,9                           | 912,6                           |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>                       | 8.141,1 | 8.549,3 | 8.998,9 | 9.170,1                         | 9.235,7                         | 9.254,7                         | 9.189,2                         | 9.091,6                         |
| Redditi da lavoro dipendente   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti                            |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Consumo di capitale fisso  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| <i>Margine operativo lordo e reddito misto</i>                                   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| <b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>                                 |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Margine operativo lordo e reddito misto  | 2.072,1 | 2.189,5 | 2.331,7 | 2.375,2                         | 2.379,2                         | 2.358,6                         | 2.293,3                         | 2.211,7                         |
| Redditi da lavoro dipendente   | 3.914,4 | 4.077,6 | 4.264,0 | 4.365,4                         | 4.411,6                         | 4.447,0                         | 4.453,2                         | 4.449,4                         |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti                              | 988,2   | 1.054,0 | 1.103,2 | 1.095,8                         | 1.095,0                         | 1.084,5                         | 1.065,7                         | 1.045,4                         |
| Redditi da capitale  | 2.614,3 | 3.053,1 | 3.613,5 | 3.786,1                         | 3.857,0                         | 3.842,8                         | 3.732,6                         | 3.513,4                         |
| Interessi  | 1.320,3 | 1.614,5 | 2.014,6 | 2.172,5                         | 2.241,0                         | 2.251,0                         | 2.164,3                         | 2.009,0                         |
| Altri redditi da capitale  | 1.294,0 | 1.438,6 | 1.598,9 | 1.613,6                         | 1.616,0                         | 1.591,8                         | 1.568,3                         | 1.504,4                         |
| <i>Risparmio nazionale netto</i>   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| <b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>                            |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Reddito nazionale netto  | 6.970,7 | 7.317,8 | 7.695,2 | 7.783,9                         | 7.819,7                         | 7.803,3                         | 7.720,6                         | 7.631,1                         |
| Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.                                   | 939,5   | 1.032,9 | 1.119,2 | 1.148,4                         | 1.150,4                         | 1.132,5                         | 1.121,9                         | 1.083,8                         |
| Contributi sociali   | 1.477,0 | 1.539,7 | 1.595,0 | 1.626,9                         | 1.644,6                         | 1.659,5                         | 1.668,2                         | 1.670,4                         |
| Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura                  | 1.497,9 | 1.545,1 | 1.588,1 | 1.618,4                         | 1.639,1                         | 1.657,0                         | 1.680,7                         | 1.709,4                         |
| Altri trasferimenti correnti   | 630,4   | 634,7   | 660,5   | 673,1                           | 680,0                           | 685,1                           | 680,4                           | 673,4                           |
| Premi netti per assicurazioni non del ramo vita                                  | 180,5   | 179,9   | 183,9   | 186,6                           | 188,0                           | 189,3                           | 186,6                           | 183,3                           |
| Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita                        | 178,3   | 176,8   | 181,3   | 183,7                           | 184,9                           | 185,7                           | 183,0                           | 179,9                           |
| Altro  | 271,6   | 278,1   | 295,3   | 302,7                           | 307,2                           | 310,1                           | 310,8                           | 310,1                           |
| <i>Reddito netto disponibile</i>   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| <b>Utilizzo del conto dei redditi</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Reddito netto disponibile  | 6.884,3 | 7.225,6 | 7.599,7 | 7.680,2                         | 7.717,1                         | 7.697,7                         | 7.615,7                         | 7.526,8                         |
| Spese per consumi finali   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Spese per consumi individuali  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Spese per consumi collettivi   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione   | 61,0    | 63,1    | 59,9    | 62,4                            | 63,7                            | 64,2                            | 64,8                            | 64,6                            |
| <i>Risparmio netto</i>   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| <b>Conto capitale</b>  |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Risparmio netto/conto corrente verso l'estero                                    | 528,9   | 594,3   | 708,2   | 635,8                           | 598,2                           | 540,9                           | 450,9                           | 369,2                           |
| Investimenti lordi   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Investimenti fissi lordi   |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore                |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Consumo di capitale fisso  | 1.186,7 | 1.247,2 | 1.315,2 | 1.347,5                         | 1.363,9                         | 1.378,2                         | 1.390,3                         | 1.400,0                         |
| Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte              |         |         |         |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Trasferimenti in conto capitale  | 196,8   | 184,5   | 165,1   | 174,6                           | 177,0                           | 175,7                           | 170,6                           | 179,0                           |
| Imposte in conto capitale  | 24,4    | 22,5    | 24,3    | 23,9                            | 24,1                            | 23,6                            | 23,5                            | 28,6                            |
| Altri trasferimenti in conto capitale  | 172,4   | 162,0   | 140,8   | 150,8                           | 152,9                           | 152,1                           | 147,1                           | 150,4                           |
| <i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)<br/>(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            | 3° trim. 2007-<br>2° trim. 2008 | 4° trim. 2007-<br>3° trim. 2008 | 1° trim. 2008-<br>4° trim. 2008 | 2° trim. 2008-<br>1° trim. 2009 | 3° trim. 2008-<br>2° trim. 2009 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>          |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Redditi da lavoro dipendente (+)                                      | 3.914,4         | 4.077,6         | 4.264,0         | 4.365,4                         | 4.411,6                         | 4.447,0                         | 4.453,2                         | 4.449,4                         |
| Margine operativo lordo e reddito misto (+)                           | 1.332,8         | 1.409,6         | 1.492,9         | 1.524,8                         | 1.538,7                         | 1.544,8                         | 1.539,4                         | 1.529,5                         |
| Interessi attivi (+)  | 227,0           | 262,5           | 306,1           | 328,4                           | 338,2                           | 338,6                           | 326,3                           | 302,8                           |
| Interessi passivi (-)   | 130,7           | 163,9           | 209,6           | 227,1                           | 234,1                           | 232,9                           | 217,2                           | 192,6                           |
| Altri redditi da capitali attivi (+)                                  | 722,7           | 771,5           | 808,8           | 826,3                           | 830,2                           | 819,1                           | 814,1                           | 791,4                           |
| Altri redditi da capitali passivi (-)                                 | 9,5             | 9,8             | 9,9             | 9,9                             | 9,9                             | 9,8                             | 10,0                            | 9,9                             |
| Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)                    | 741,7           | 794,1           | 852,7           | 882,4                           | 889,4                           | 891,8                           | 889,2                           | 876,2                           |
| Contributi sociali netti (-)  | 1.473,8         | 1.536,5         | 1.591,6         | 1.623,4                         | 1.640,9                         | 1.655,9                         | 1.664,7                         | 1.666,9                         |
| Prestazioni sociali nette (+)   | 1.492,6         | 1.539,7         | 1.582,5         | 1.612,6                         | 1.633,3                         | 1.651,2                         | 1.674,9                         | 1.703,5                         |
| Trasferimenti correnti netti attivi (+)                               | 66,5            | 66,5            | 69,1            | 70,6                            | 70,2                            | 71,1                            | 72,4                            | 74,7                            |
| <b>= Reddito lordo disponibile</b>                                    | <b>5.400,1</b>  | <b>5.623,2</b>  | <b>5.859,4</b>  | <b>5.985,3</b>                  | <b>6.047,9</b>                  | <b>6.081,3</b>                  | <b>6.099,1</b>                  | <b>6.105,7</b>                  |
| Spese per consumi finali (-)  | 4.691,4         | 4.898,4         | 5.088,0         | 5.195,4                         | 5.249,2                         | 5.263,4                         | 5.245,6                         | 5.220,3                         |
| Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)                | 60,6            | 62,7            | 59,5            | 61,9                            | 63,2                            | 63,8                            | 64,3                            | 64,1                            |
| <b>= Risparmio lordo</b>  | <b>769,4</b>    | <b>787,5</b>    | <b>830,8</b>    | <b>851,9</b>                    | <b>862,0</b>                    | <b>881,7</b>                    | <b>917,8</b>                    | <b>949,5</b>                    |
| Consumo di capitale fisso (-)   | 319,9           | 338,6           | 359,0           | 368,7                           | 373,1                           | 376,4                           | 379,2                           | 381,6                           |
| Trasferimenti netti di capitale attivi (+)                            | 24,1            | 18,9            | 11,9            | 14,2                            | 14,8                            | 15,7                            | 15,4                            | 17,3                            |
| Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)              | 524,3           | 563,8           | 45,4            | -1.150,4                        | -1.321,4                        | -1.768,7                        | -1.361,8                        | -752,7                          |
| <b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>                | <b>997,9</b>    | <b>1.031,7</b>  | <b>529,0</b>    | <b>-653,0</b>                   | <b>-817,9</b>                   | <b>-1.247,8</b>                 | <b>-807,8</b>                   | <b>-167,5</b>                   |
| <b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b> |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)                    | 546,9           | 601,5           | 638,9           | 644,6                           | 644,2                           | 633,0                           | 615,1                           | 591,9                           |
| Consumo di capitale fisso (-)   | 319,9           | 338,6           | 359,0           | 368,7                           | 373,1                           | 376,4                           | 379,2                           | 381,6                           |
| Investimento finanziario: principali componenti (+)                   |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 206,4           | 307,5           | 425,9           | 426,9                           | 433,0                           | 440,8                           | 384,5                           | 283,4                           |
| Banconote, monete e depositi  | 246,9           | 284,3           | 349,8           | 387,6                           | 392,4                           | 437,0                           | 397,6                           | 335,4                           |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari                               | -20,2           | 0,9             | 40,0            | 10,5                            | 13,5                            | -9,1                            | -4,0                            | -24,9                           |
| Titoli di debito <sup>2)</sup>  | -20,3           | 22,2            | 36,0            | 28,7                            | 27,1                            | 12,9                            | -9,1                            | -27,0                           |
| Attività a lungo  | 422,9           | 364,3           | 160,6           | 109,0                           | 61,9                            | 77,0                            | 118,5                           | 214,6                           |
| Depositi  | -5,3            | -1,2            | -29,8           | -37,2                           | -40,0                           | -32,9                           | -17,9                           | 10,5                            |
| Titoli di debito  | -1,7            | 76,6            | 13,9            | 73,8                            | 83,4                            | 72,1                            | 65,2                            | 47,9                            |
| Azioni e altre partecipazioni   | 137,5           | -27,6           | -86,6           | -149,5                          | -189,5                          | -137,0                          | -98,4                           | -17,8                           |
| Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni                    | 71,1            | -9,8            | -5,7            | -24,8                           | -41,9                           | -7,9                            | 3,4                             | 30,6                            |
| Quote di fondi comuni di investimento                                 | 66,4            | -17,9           | -81,0           | -124,7                          | -147,6                          | -129,1                          | -101,8                          | -48,4                           |
| Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione                  | 292,5           | 316,5           | 263,2           | 221,9                           | 208,0                           | 174,8                           | 169,7                           | 174,1                           |
| Finanziamenti: principali componenti (-)                              |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Prestiti  | 397,2           | 393,5           | 350,5           | 287,8                           | 252,2                           | 205,4                           | 147,7                           | 112,1                           |
| di cui da IFM dell'area dell'euro                                     | 358,5           | 355,3           | 283,7           | 199,0                           | 183,2                           | 81,6                            | 18,8                            | 9,1                             |
| Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)                       |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Azioni e altre partecipazioni   | 443,3           | 510,7           | 7,9             | -1.007,0                        | -1.051,3                        | -1.403,6                        | -1.090,8                        | -624,5                          |
| Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione                  | 105,5           | 50,6            | 28,1            | -127,8                          | -180,3                          | -259,3                          | -203,8                          | -115,2                          |
| Flussi netti restanti (+)   | -10,1           | -70,9           | -22,8           | -42,2                           | -100,0                          | -153,9                          | -104,3                          | -24,0                           |
| <b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>                | <b>997,9</b>    | <b>1.031,7</b>  | <b>529,0</b>    | <b>-653,0</b>                   | <b>-817,9</b>                   | <b>-1.247,8</b>                 | <b>-807,8</b>                   | <b>-167,5</b>                   |
| <b>Bilancio finanziario</b>   |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività finanziarie (+)  |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 4.482,0         | 4.748,0         | 5.212,3         | 5.488,3                         | 5.546,3                         | 5.724,5                         | 5.792,7                         | 5.798,3                         |
| Banconote, monete e depositi  | 4.174,0         | 4.454,4         | 4.843,3         | 5.055,2                         | 5.104,7                         | 5.312,9                         | 5.374,4                         | 5.430,1                         |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari                               | 296,4           | 257,6           | 296,0           | 346,5                           | 348,5                           | 328,0                           | 346,5                           | 312,0                           |
| Titoli di debito <sup>2)</sup>  | 11,6            | 36,0            | 72,9            | 86,6                            | 93,0                            | 83,6                            | 71,7                            | 56,2                            |
| Attività a lungo  | 10.994,7        | 11.966,2        | 12.112,0        | 11.173,5                        | 10.843,7                        | 10.371,0                        | 10.148,5                        | 10.609,9                        |
| Depositi  | 1.023,3         | 1.031,1         | 966,8           | 903,6                           | 887,0                           | 890,6                           | 868,0                           | 886,6                           |
| Titoli di debito  | 1.209,3         | 1.283,1         | 1.279,2         | 1.306,2                         | 1.287,2                         | 1.280,5                         | 1.299,3                         | 1.333,4                         |
| Azioni e altre partecipazioni   | 4.514,7         | 5.037,4         | 4.960,3         | 4.078,7                         | 3.790,5                         | 3.378,7                         | 3.146,7                         | 3.445,9                         |
| Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni                    | 3.192,0         | 3.634,3         | 3.612,9         | 2.949,6                         | 2.736,5                         | 2.406,1                         | 2.218,0                         | 2.431,1                         |
| Quote di fondi di investimento  | 1.322,7         | 1.403,2         | 1.347,4         | 1.129,1                         | 1.054,0                         | 972,6                           | 928,7                           | 1.014,8                         |
| Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione                  | 4.247,5         | 4.614,5         | 4.905,7         | 4.885,1                         | 4.878,8                         | 4.821,2                         | 4.834,5                         | 4.943,9                         |
| Restanti attività finanziarie (+)                                     | 95,2            | 72,2            | 74,2            | 49,0                            | 67,4                            | 37,8                            | 29,0                            | 51,7                            |
| Passività (-)   |                 |                 |                 |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Prestiti  | 4.788,1         | 5.180,0         | 5.512,6         | 5.628,4                         | 5.683,8                         | 5.723,1                         | 5.716,4                         | 5.746,9                         |
| di cui da IFM dell'area dell'euro                                     | 4.201,0         | 4.553,1         | 4.825,5         | 4.887,7                         | 4.938,7                         | 4.901,9                         | 4.879,5                         | 4.899,9                         |
| <b>= Ricchezza finanziaria netta</b>                                  | <b>10.783,9</b> | <b>11.606,3</b> | <b>11.885,9</b> | <b>11.082,5</b>                 | <b>10.773,4</b>                 | <b>10.410,1</b>                 | <b>10.253,8</b>                 | <b>10.713,0</b>                 |

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     | 3° trim. 2007-<br>2° trim. 2008 | 4° trim. 2007-<br>3° trim. 2008 | 1° trim. 2008-<br>4° trim. 2008 | 2° trim. 2008-<br>1° trim. 2009 | 3° trim. 2008-<br>2° trim. 2009 |
|---|----------|----------|----------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Reddito e risparmio</b>                                    |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Valore aggiunto lordo (+)                                     | 4.178,2  | 4.387,2  | 4.635,4  | 4.739,5                         | 4.777,6                         | 4.781,9                         | 4.724,9                         | 4.644,5                         |
| Redditi da lavoro dipendente (-)                              | 2.479,0  | 2.592,9  | 2.720,8  | 2.789,4                         | 2.820,4                         | 2.841,9                         | 2.838,5                         | 2.828,6                         |
| Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-) | 73,1     | 75,2     | 80,6     | 80,9                            | 81,8                            | 79,1                            | 77,6                            | 73,7                            |
| = <b>Margine operativo lordo (+)</b>                          | 1.626,2  | 1.719,2  | 1.833,9  | 1.869,2                         | 1.875,4                         | 1.860,9                         | 1.808,8                         | 1.742,1                         |
| Consumo di capitale fisso (-)                                 | 672,7    | 704,8    | 741,9    | 759,6                           | 768,8                           | 777,3                           | 784,6                           | 790,2                           |
| = <b>Margine operativo netto (+)</b>                          | 953,5    | 1.014,4  | 1.092,0  | 1.109,6                         | 1.106,6                         | 1.083,5                         | 1.024,2                         | 951,9                           |
| Redditi da capitale attivi (+)                                | 440,2    | 508,5    | 581,8    | 598,7                           | 602,3                           | 599,7                           | 582,2                           | 557,8                           |
| Interessi attivi  | 141,1    | 169,7    | 199,0    | 219,3                           | 225,9                           | 227,9                           | 218,2                           | 203,6                           |
| Altri redditi da capitale                                     | 299,1    | 338,8    | 382,8    | 379,4                           | 376,4                           | 371,7                           | 364,1                           | 354,2                           |
| Interest and rents payable (-)                                | 237,3    | 284,6    | 346,2    | 382,1                           | 397,1                           | 403,8                           | 386,2                           | 356,4                           |
| = <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>                         | 1.156,4  | 1.238,3  | 1.327,6  | 1.326,2                         | 1.311,7                         | 1.279,4                         | 1.220,2                         | 1.153,3                         |
| Utili distribuiti (-)   | 887,7    | 961,5    | 1.016,5  | 1.050,5                         | 1.064,6                         | 1.059,5                         | 1.055,0                         | 1.024,7                         |
| Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)          | 149,1    | 190,0    | 211,1    | 215,3                           | 212,2                           | 195,2                           | 188,9                           | 169,4                           |
| Contributi sociali da riscuotere (+)                          | 72,8     | 74,9     | 64,3     | 64,1                            | 64,9                            | 65,4                            | 65,6                            | 66,2                            |
| Prestazioni sociali da erogare (-)                            | 60,7     | 60,6     | 61,7     | 62,4                            | 62,7                            | 62,9                            | 63,0                            | 63,1                            |
| Trasferimenti correnti netti passivi (-)                      | 61,7     | 66,0     | 57,0     | 59,6                            | 59,8                            | 60,0                            | 60,1                            | 61,3                            |
| = <b>Risparmio netto</b>                                      | 70,1     | 35,1     | 45,5     | 2,5                             | -22,7                           | -32,8                           | -81,3                           | -99,1                           |
| <b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>                |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)            | 256,4    | 313,6    | 367,7    | 371,7                           | 376,8                           | 367,6                           | 313,0                           | 232,7                           |
| Investimenti fissi lordi (+)                                  | 920,7    | 993,9    | 1.084,2  | 1.111,1                         | 1.123,6                         | 1.109,8                         | 1.073,1                         | 1.022,2                         |
| Consumo di capitale fisso (-)                                 | 672,7    | 704,8    | 741,9    | 759,6                           | 768,8                           | 777,3                           | 784,6                           | 790,2                           |
| Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)      | 8,4      | 24,5     | 25,4     | 20,2                            | 22,0                            | 35,1                            | 24,6                            | 0,7                             |
| Investimento finanziario: principali componenti (+)           |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 128,6    | 160,3    | 158,9    | 119,6                           | 93,5                            | 49,4                            | -37,4                           | -18,1                           |
| Banconote, monete e depositi                                  | 113,7    | 146,3    | 154,5    | 114,2                           | 89,4                            | 15,6                            | -5,3                            | 9,8                             |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari                       | 8,3      | 2,5      | -19,1    | -10,1                           | 6,6                             | 30,6                            | 27,7                            | 33,0                            |
| Titoli di debito  | 6,6      | 11,5     | 23,5     | 15,5                            | -2,5                            | 3,2                             | -59,8                           | -60,9                           |
| Attività a lungo  | 393,5    | 489,5    | 518,7    | 522,6                           | 544,2                           | 631,3                           | 644,3                           | 536,3                           |
| Depositi  | 34,2     | 35,7     | 28,4     | -19,7                           | 3,1                             | 9,4                             | 14,0                            | 29,4                            |
| Titoli di debito  | -34,9    | 5,9      | -27,4    | -80,0                           | -44,3                           | -25,3                           | 30,3                            | -5,9                            |
| Azioni e altre partecipazioni                                 | 255,9    | 265,5    | 346,4    | 380,0                           | 339,1                           | 332,9                           | 326,3                           | 281,7                           |
| Altri prestiti, in prevalenza intragruppo                     | 138,3    | 182,5    | 171,2    | 242,2                           | 246,3                           | 314,4                           | 273,7                           | 231,0                           |
| Restanti attività nette (+)                                   | 83,7     | 156,3    | 211,5    | 63,7                            | -9,4                            | -59,8                           | -149,8                          | -120,1                          |
| Investimento finanziario: principali componenti (-)           |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Debito  | 440,3    | 750,3    | 787,7    | 743,5                           | 760,6                           | 692,5                           | 579,6                           | 393,7                           |
| di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro                 | 271,8    | 453,1    | 556,8    | 543,1                           | 495,0                           | 400,0                           | 273,0                           | 119,3                           |
| di cui titoli di debito                                       | 13,8     | 41,8     | 37,3     | 12,3                            | 41,7                            | 55,1                            | 68,4                            | 82,9                            |
| Azioni e altre partecipazioni                                 | 291,3    | 262,2    | 355,6    | 259,4                           | 191,0                           | 248,5                           | 189,8                           | 255,3                           |
| Azioni quotate  | 104,1    | 42,4     | 42,9     | -12,1                           | -29,7                           | 2,2                             | 12,1                            | 45,2                            |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     | 187,2    | 219,9    | 312,6    | 271,5                           | 220,7                           | 246,3                           | 177,8                           | 210,0                           |
| Trasferimenti netti di capitali attivi (-)                    | 60,4     | 72,1     | 68,8     | 75,7                            | 79,0                            | 78,3                            | 79,3                            | 76,9                            |
| = <b>Risparmio netto</b>                                      | 70,1     | 35,1     | 45,5     | 2,5                             | -22,7                           | -32,8                           | -81,3                           | -99,1                           |
| <b>Bilancio finanziario</b>                                   |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività finanziarie  |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 1.505,2  | 1.670,9  | 1.808,4  | 1.837,7                         | 1.851,4                         | 1.869,7                         | 1.849,6                         | 1.882,2                         |
| Banconote, monete e depositi                                  | 1.229,3  | 1.367,2  | 1.507,6  | 1.521,7                         | 1.536,6                         | 1.540,9                         | 1.510,4                         | 1.550,5                         |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari                       | 176,5    | 184,8    | 161,0    | 182,2                           | 182,8                           | 187,8                           | 210,5                           | 213,7                           |
| Titoli di debito <sup>1)</sup>                                | 99,4     | 118,8    | 139,8    | 133,8                           | 132,0                           | 141,0                           | 128,7                           | 118,0                           |
| Attività a lungo  | 8.634,3  | 10.024,2 | 10.744,1 | 9.903,2                         | 9.634,1                         | 8.871,6                         | 8.628,8                         | 9.009,8                         |
| Depositi  | 109,5    | 147,7    | 200,4    | 169,8                           | 192,0                           | 206,6                           | 196,4                           | 193,3                           |
| Titoli di debito  | 284,5    | 284,2    | 252,4    | 188,2                           | 192,4                           | 208,8                           | 198,8                           | 148,9                           |
| Azioni e altre partecipazioni                                 | 6.350,0  | 7.533,7  | 8.032,9  | 7.125,0                         | 6.771,0                         | 5.907,2                         | 5.602,4                         | 6.025,9                         |
| Altri prestiti, in prevalenza intragruppo                     | 1.890,4  | 2.058,5  | 2.258,4  | 2.420,1                         | 2.478,6                         | 2.548,9                         | 2.631,3                         | 2.641,7                         |
| Restanti attività nette                                       | 407,8    | 453,3    | 606,9    | 542,6                           | 578,6                           | 578,1                           | 515,0                           | 569,9                           |
| Passività   |          |          |          |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Debito  | 7.046,1  | 7.771,6  | 8.518,4  | 8.900,5                         | 9.088,0                         | 9.229,5                         | 9.326,2                         | 9.362,3                         |
| di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro                 | 3.527,9  | 3.980,9  | 4.525,1  | 4.764,1                         | 4.853,6                         | 4.918,8                         | 4.902,9                         | 4.874,8                         |
| di cui titoli di debito                                       | 675,4    | 695,1    | 692,4    | 698,7                           | 721,4                           | 745,9                           | 790,3                           | 832,7                           |
| Azioni e altre partecipazioni                                 | 10.994,5 | 12.966,9 | 14.011,7 | 12.209,5                        | 11.427,7                        | 10.300,7                        | 9.621,7                         | 10.327,7                        |
| Azioni quotate  | 3.711,1  | 4.491,5  | 5.010,2  | 4.000,1                         | 3.454,4                         | 2.864,2                         | 2.514,0                         | 2.843,1                         |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni                     | 7.283,5  | 8.475,3  | 9.001,5  | 8.209,4                         | 7.973,3                         | 7.436,5                         | 7.107,7                         | 7.484,6                         |

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          | 3° trim. 2007-<br>2° trim. 2008 | 4° trim. 2007-<br>3° trim. 2008 | 1° trim. 2008-<br>4° trim. 2008 | 2° trim. 2008-<br>1° trim. 2009 | 3° trim. 2008-<br>2° trim. 2009 |
|---|---------------|--------------|---------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| <b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Investimento finanziario: principali componenti (+)   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 25,5          | 67,4         | 92,3          | 105,8                           | 90,9                            | 107,0                           | 55,8                            | 39,0                            |
| Banconote, monete e depositi  | 7,2           | 10,6         | 6,4           | 35,2                            | 32,4                            | 57,0                            | 18,2                            | 12,5                            |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari   | -0,5          | 3,6          | 3,1           | 14,3                            | 21,7                            | 20,3                            | 16,8                            | 9,4                             |
| Titoli di debito <sup>1)</sup>  | 18,9          | 53,3         | 82,8          | 56,2                            | 36,8                            | 29,8                            | 20,8                            | 17,1                            |
| Attività a lungo  | 284,6         | 319,2        | 202,3         | 144,9                           | 119,7                           | 101,9                           | 95,2                            | 129,9                           |
| Depositi  | 17,4          | 76,9         | 47,8          | 13,5                            | -0,4                            | 0,0                             | 10,1                            | 10,5                            |
| Titoli di debito  | 132,9         | 129,3        | 77,0          | 70,6                            | 80,7                            | 65,8                            | 80,6                            | 37,8                            |
| Prestiti  | -3,7          | 2,7          | -8,7          | 11,9                            | 13,5                            | 23,2                            | 0,6                             | 15,2                            |
| Azioni quotate  | 30,7          | -3,4         | -2,2          | -2,1                            | -10,9                           | -11,5                           | -8,2                            | -10,3                           |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni   | 19,9          | 28,2         | 25,3          | 22,1                            | 22,9                            | 14,9                            | 10,8                            | 7,7                             |
| Quote di fondi comuni di investimento   | 87,5          | 85,4         | 63,0          | 28,7                            | 13,9                            | 9,4                             | 1,4                             | 69,1                            |
| Restanti attività finanziarie (+)   | 2,7           | 3,4          | -34,7         | -18,6                           | 1,7                             | 30,8                            | 0,6                             | 25,6                            |
| Investimento finanziario: principali componenti (-)   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Titoli di debito  | -0,4          | 5,7          | 3,9           | 5,1                             | 5,4                             | 9,3                             | 9,9                             | 7,0                             |
| Prestiti  | 17,3          | 44,8         | 6,7           | 3,5                             | -7,4                            | 22,2                            | -10,4                           | 6,3                             |
| Azioni e altre partecipazioni   | 10,6          | 11,6         | 3,1           | -3,1                            | -8,7                            | -1,4                            | 0,9                             | 0,8                             |
| Riserve tecniche di assicurazione   | 335,2         | 319,9        | 279,8         | 246,5                           | 233,1                           | 191,6                           | 168,6                           | 163,7                           |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione | 291,6         | 313,6        | 277,8         | 236,5                           | 217,8                           | 177,1                           | 160,4                           | 157,5                           |
| Riserve premi e riserve sinistri  | 43,6          | 6,2          | 2,0           | 10,0                            | 15,4                            | 14,5                            | 8,2                             | 6,3                             |
| <b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>                                      | <b>-49,9</b>  | <b>8,0</b>   | <b>-33,6</b>  | <b>-20,1</b>                    | <b>-10,1</b>                    | <b>18,1</b>                     | <b>-17,4</b>                    | <b>16,5</b>                     |
| <b>Conto delle altre variazioni</b>   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Azioni e altre partecipazioni   | 190,5         | 182,0        | 1,3           | -342,0                          | -415,9                          | -549,8                          | -432,7                          | -319,7                          |
| Altre attività nette  | 82,0          | -37,1        | -56,7         | -16,5                           | -7,9                            | 32,2                            | 9,3                             | 74,9                            |
| Altre variazioni nelle passività (-)  |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Azioni e altre partecipazioni   | 117,9         | 37,0         | -37,6         | -150,4                          | -146,4                          | -185,1                          | -188,3                          | -121,4                          |
| Riserve tecniche di assicurazione   | 137,7         | 55,3         | 26,8          | -128,3                          | -183,3                          | -260,5                          | -205,9                          | -130,7                          |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione | 146,8         | 51,8         | 26,9          | -124,2                          | -176,4                          | -252,2                          | -199,8                          | -126,3                          |
| Riserve premi e riserve sinistri  | -9,1          | 3,5          | -0,1          | -4,1                            | -6,9                            | -8,3                            | -6,1                            | -4,4                            |
| <b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>   | <b>16,8</b>   | <b>52,6</b>  | <b>-44,6</b>  | <b>-79,7</b>                    | <b>-94,2</b>                    | <b>-71,9</b>                    | <b>-29,2</b>                    | <b>7,3</b>                      |
| <b>Bilancio finanziario</b>   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività finanziarie (+)  |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Attività a breve  | 437,3         | 512,9        | 598,3         | 665,3                           | 670,2                           | 709,8                           | 719,8                           | 708,2                           |
| Banconote, monete e depositi  | 146,6         | 156,6        | 163,1         | 180,5                           | 188,4                           | 222,9                           | 214,7                           | 198,5                           |
| Partecipazioni in fondi comuni monetari   | 75,6          | 81,6         | 82,5          | 94,8                            | 99,0                            | 100,2                           | 113,0                           | 103,7                           |
| Titoli di debito <sup>1)</sup>  | 215,0         | 274,7        | 352,7         | 390,0                           | 382,8                           | 386,6                           | 392,1                           | 406,0                           |
| Attività a lungo  | 4.623,6       | 5.064,0      | 5.214,5       | 5.020,0                         | 4.954,1                         | 4.773,6                         | 4.725,4                         | 4.855,3                         |
| Depositi  | 523,7         | 601,3        | 647,0         | 649,4                           | 644,9                           | 646,1                           | 656,4                           | 659,3                           |
| Titoli di debito  | 1.778,2       | 1.851,7      | 1.880,9       | 1.914,8                         | 1.960,3                         | 1.950,9                         | 1.988,2                         | 1.976,4                         |
| Prestiti  | 356,1         | 355,6        | 341,5         | 355,5                           | 356,7                           | 366,0                           | 367,8                           | 371,9                           |
| Azioni quotate  | 653,2         | 736,4        | 728,3         | 598,0                           | 538,4                           | 427,2                           | 395,2                           | 439,5                           |
| Azioni non quotate e altre partecipazioni   | 404,7         | 483,6        | 513,4         | 459,3                           | 444,6                           | 420,2                           | 391,2                           | 393,1                           |
| Quote di fondi comuni di investimento   | 907,7         | 1.035,5      | 1.103,4       | 1.043,1                         | 1.009,1                         | 963,3                           | 926,7                           | 1.015,1                         |
| Restanti attività finanziarie (+)   | 180,7         | 205,2        | 165,7         | 171,6                           | 180,5                           | 216,2                           | 215,4                           | 242,0                           |
| Passività (-)   |               |              |               |                                 |                                 |                                 |                                 |                                 |
| Titoli di debito  | 21,3          | 35,9         | 35,2          | 36,5                            | 36,7                            | 43,2                            | 42,2                            | 40,0                            |
| Prestiti  | 142,1         | 183,7        | 186,9         | 204,3                           | 195,5                           | 209,2                           | 214,7                           | 213,0                           |
| Azioni e altre partecipazioni   | 618,8         | 667,4        | 632,8         | 535,5                           | 514,9                           | 446,3                           | 387,4                           | 414,9                           |
| Riserve tecniche di assicurazione   | 4.559,9       | 4.935,0      | 5.241,7       | 5.242,8                         | 5.239,8                         | 5.172,8                         | 5.184,0                         | 5.275,8                         |
| Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione | 3.892,2       | 4.257,6      | 4.562,4       | 4.554,2                         | 4.550,4                         | 4.487,3                         | 4.495,6                         | 4.585,4                         |
| Riserve premi e riserve sinistri  | 667,6         | 677,4        | 679,3         | 688,5                           | 689,5                           | 685,5                           | 688,4                           | 690,4                           |
| <b>= Ricchezza finanziaria netta</b>  | <b>-100,5</b> | <b>-39,9</b> | <b>-118,1</b> | <b>-162,2</b>                   | <b>-182,1</b>                   | <b>-172,0</b>                   | <b>-167,6</b>                   | <b>-138,4</b>                   |

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

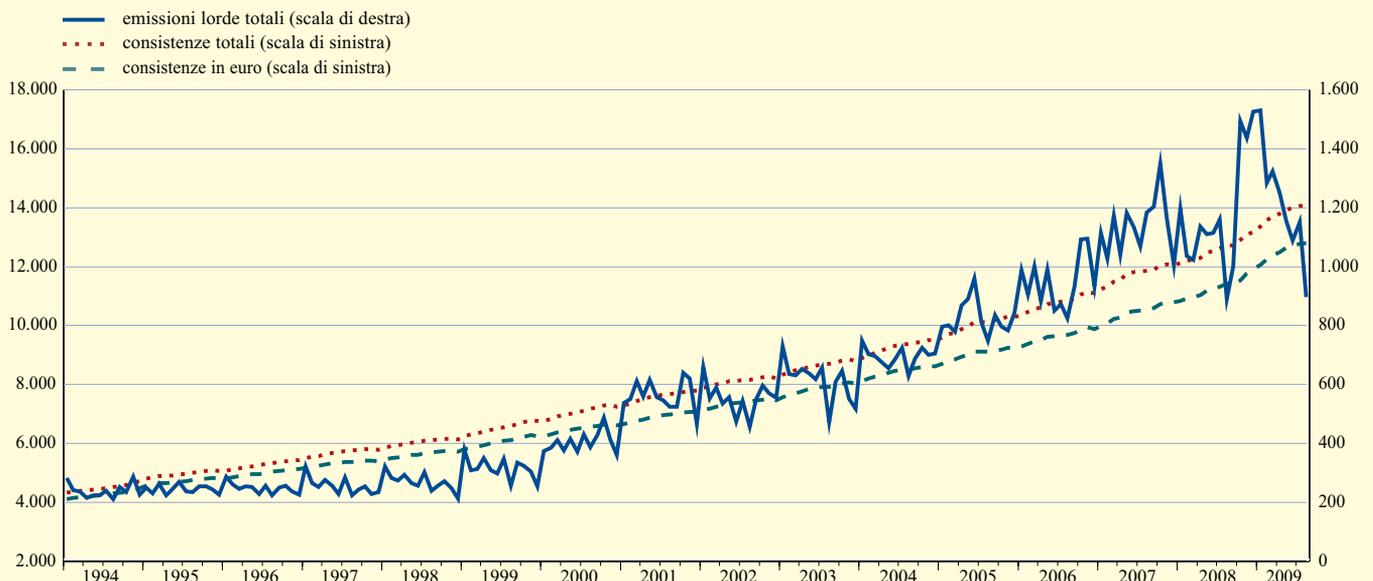
## 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

|           | Totale in euro <sup>1)</sup> |                 |                 | Residenti nell'area dell'euro |                 |                 |                    |                 |                 |                                   |                                      |                                |
|-----------|------------------------------|-----------------|-----------------|-------------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|
|           | Consistenze                  | Emissioni lorde | Emissioni nette | In euro                       |                 |                 | In tutte le valute |                 |                 | Tassi di crescita sui dodici mesi | Dati destagionalizzati <sup>2)</sup> |                                |
|           |                              |                 |                 | Consistenze                   | Emissioni lorde | Emissioni nette | Consistenze        | Emissioni lorde | Emissioni nette |                                   | Emissioni nette                      | Tassi di crescita sui sei mesi |
|           | 1                            | 2               | 3               | 4                             | 5               | 6               | 7                  | 8               | 9               | 10                                | 11                                   | 12                             |
|           | <b>Totale</b>                |                 |                 |                               |                 |                 |                    |                 |                 |                                   |                                      |                                |
| 2008 ago. | 13.633,4                     | 880,7           | 123,0           | 11.417,8                      | 816,1           | 105,2           | 12.744,6           | 889,5           | 110,5           | 7,8                               | 146,5                                | 9,0                            |
| set.      | 13.636,0                     | 1.022,1         | 1,5             | 11.385,0                      | 930,5           | -33,7           | 12.704,7           | 1.001,3         | -43,2           | 7,0                               | 8,1                                  | 8,7                            |
| ott.      | 13.735,0                     | 1.454,3         | 98,3            | 11.536,8                      | 1.417,3         | 151,2           | 12.904,7           | 1.494,5         | 146,3           | 6,9                               | 120,3                                | 9,6                            |
| nov.      | 13.953,3                     | 1.422,3         | 218,3           | 11.764,2                      | 1.369,7         | 227,7           | 13.097,8           | 1.437,1         | 213,7           | 8,1                               | 193,1                                | 11,1                           |
| dic.      | 14.139,0                     | 1.538,1         | 189,2           | 11.916,5                      | 1.449,4         | 156,0           | 13.170,3           | 1.526,6         | 142,7           | 9,5                               | 228,8                                | 13,2                           |
| 2009 gen. | 14.238,0                     | 1.500,7         | 94,4            | 12.056,2                      | 1.451,4         | 136,1           | 13.371,5           | 1.530,0         | 145,3           | 10,1                              | 103,3                                | 13,1                           |
| feb.      | 14.430,4                     | 1.259,3         | 190,0           | 12.242,4                      | 1.200,0         | 184,0           | 13.575,1           | 1.285,5         | 203,6           | 11,1                              | 156,3                                | 13,1                           |
| mar.      | 14.605,2                     | 1.318,0         | 173,2           | 12.381,2                      | 1.229,8         | 137,4           | 13.679,5           | 1.323,1         | 148,4           | 11,9                              | 132,9                                | 15,2                           |
| apr.      | 14.682,4                     | 1.233,7         | 79,9            | 12.481,4                      | 1.167,4         | 102,8           | 13.792,7           | 1.250,5         | 110,7           | 12,1                              | 92,8                                 | 14,6                           |
| mag.      | 14.889,6                     | 1.159,5         | 207,2           | 12.654,7                      | 1.070,1         | 173,4           | 13.931,3           | 1.156,7         | 168,7           | 12,0                              | 108,9                                | 13,0                           |
| giu.      | 14.978,3                     | 1.085,2         | 88,2            | 12.716,3                      | 1.006,5         | 60,9            | 14.001,2           | 1.089,4         | 73,9            | 11,9                              | 92,4                                 | 10,6                           |
| lug.      | .                            | .               | .               | 12.768,5                      | 1.070,9         | 54,9            | 14.066,8           | 1.151,1         | 69,3            | 11,8                              | 103,1                                | 10,5                           |
| ago.      | .                            | .               | .               | 12.805,7                      | 825,8           | 36,2            | 14.089,9           | 896,2           | 25,1            | 11,0                              | 63,3                                 | 9,0                            |
|           | <b>A lungo termine</b>       |                 |                 |                               |                 |                 |                    |                 |                 |                                   |                                      |                                |
| 2008 ago. | 12.203,6                     | 160,0           | 87,2            | 10.134,3                      | 133,8           | 76,1            | 11.252,7           | 149,2           | 76,8            | 6,1                               | 121,4                                | 7,7                            |
| set.      | 12.192,2                     | 183,6           | -10,2           | 10.111,9                      | 145,5           | -21,2           | 11.236,3           | 158,6           | -31,6           | 5,7                               | 0,8                                  | 7,5                            |
| ott.      | 12.216,7                     | 199,0           | 24,8            | 10.147,9                      | 182,8           | 36,4            | 11.329,4           | 195,5           | 30,9            | 5,3                               | 32,9                                 | 6,7                            |
| nov.      | 12.392,4                     | 275,5           | 174,4           | 10.324,0                      | 253,9           | 175,0           | 11.485,4           | 262,8           | 166,1           | 6,2                               | 138,5                                | 8,0                            |
| dic.      | 12.571,0                     | 362,9           | 179,8           | 10.495,1                      | 328,3           | 172,7           | 11.579,6           | 340,0           | 153,4           | 7,3                               | 165,0                                | 9,7                            |
| 2009 gen. | 12.647,6                     | 291,7           | 74,4            | 10.584,9                      | 276,9           | 88,6            | 11.714,2           | 300,3           | 89,2            | 8,2                               | 115,7                                | 10,5                           |
| feb.      | 12.817,3                     | 300,6           | 168,5           | 10.746,5                      | 269,6           | 160,7           | 11.887,0           | 296,7           | 172,8           | 9,2                               | 135,6                                | 10,7                           |
| mar.      | 13.000,4                     | 319,8           | 153,3           | 10.919,6                      | 280,2           | 143,3           | 12.024,3           | 301,8           | 144,4           | 10,4                              | 141,7                                | 13,3                           |
| apr.      | 13.076,7                     | 292,3           | 79,5            | 10.987,9                      | 257,4           | 71,6            | 12.102,6           | 276,3           | 75,0            | 10,3                              | 71,8                                 | 14,0                           |
| mag.      | 13.278,8                     | 338,6           | 203,3           | 11.157,1                      | 280,7           | 170,4           | 12.252,4           | 301,0           | 174,6           | 10,7                              | 111,9                                | 13,3                           |
| giu.      | 13.398,5                     | 309,4           | 117,9           | 11.267,5                      | 274,3           | 108,4           | 12.381,9           | 308,1           | 128,5           | 10,9                              | 101,4                                | 12,0                           |
| lug.      | .                            | .               | .               | 11.296,8                      | 249,4           | 31,8            | 12.419,6           | 274,2           | 40,7            | 10,9                              | 82,0                                 | 11,3                           |
| ago.      | .                            | .               | .               | 11.346,1                      | 108,1           | 49,1            | 12.467,4           | 121,0           | 53,2            | 10,6                              | 101,5                                | 10,5                           |

## 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 <sup>1)</sup> |  |  |                                 |                               |  |
|---|-------------|--|--|---------------------------------|-------------------------------|--|-------------------------------|--|--|---------------------------------|-------------------------------|--|
|   | Totale      | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-<br>sistema) | Società<br>diverse dalle IFM                   |                                 | Amministrazioni<br>pubbliche  |  | Totale                        | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-<br>sistema) | Società<br>diverse dalle IFM                   |                                 | Amministrazioni<br>pubbliche  |  |
|   |             |  | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non finan-<br>ziarie | Amministra-<br>zioni centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>pubbliche |                               |  | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non finan-<br>ziarie | Amministra-<br>zioni centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>pubbliche |
| 1   | 2           | 3                                      | 4  | 5                               | 6                             | 7  | 8                             | 9                                      | 10   | 11                              | 12                            |  |
| <b>Totale</b>                                     |             |  |  |                                 |                               |  |                               |  |  |                                 |                               |  |
| 2007  | 12.066      | 5.046                                  | 1.506  | 653                             | 4.534                         | 327  | 1.138                         | 841                                    | 59   | 109                             | 116                           | 12   |
| 2008  | 13.170      | 5.266                                  | 1.930  | 697                             | 4.937                         | 340  | 1.177                         | 817                                    | 74   | 100                             | 162                           | 24   |
| 2008 3° trim.                                     | 12.705      | 5.267                                  | 1.687  | 681                             | 4.747                         | 324  | 1.017                         | 691                                    | 54   | 97                              | 148                           | 27   |
| 4° trim.  | 13.170      | 5.266                                  | 1.930  | 697                             | 4.937                         | 340  | 1.486                         | 1.006                                  | 136  | 107                             | 209                           | 28   |
| 2009 1° trim.                                     | 13.679      | 5.392                                  | 2.038  | 719                             | 5.187                         | 343  | 1.380                         | 922                                    | 78   | 92                              | 251                           | 35   |
| 2° trim.  | 14.001      | 5.433                                  | 2.119  | 753                             | 5.344                         | 351  | 1.166                         | 749                                    | 62   | 90                              | 244                           | 20   |
| 2009 mag.   | 13.931      | 5.456                                  | 2.101  | 744                             | 5.281                         | 350  | 1.157                         | 745                                    | 67   | 89                              | 239                           | 17   |
| giu.  | 14.001      | 5.433                                  | 2.119  | 753                             | 5.344                         | 351  | 1.089                         | 695                                    | 54   | 89                              | 235                           | 16   |
| lug.  | 14.067      | 5.447                                  | 2.154  | 766                             | 5.345                         | 353  | 1.151                         | 718                                    | 73   | 95                              | 251                           | 14   |
| ago.  | 14.090      | 5.439                                  | 2.156  | 763                             | 5.377                         | 354  | 896                           | 628                                    | 27   | 74                              | 160                           | 8  |
| <b>A breve termine</b>                            |             |  |  |                                 |                               |  |                               |  |  |                                 |                               |  |
| 2007  | 1.287       | 787                                    | 36   | 100                             | 345                           | 18   | 946                           | 754                                    | 18   | 101                             | 64                            | 9  |
| 2008  | 1.591       | 822                                    | 62   | 116                             | 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.  | 1.591       | 822                                    | 62   | 116                             | 566                           | 25   | 1.220                         | 911                                    | 39   | 96                              | 152                           | 23   |
| 2009 1° trim.                                     | 1.655       | 838                                    | 42   | 98                              | 659                           | 18   | 1.080                         | 806                                    | 17   | 74                              | 156                           | 27   |
| 2° trim.  | 1.619       | 785                                    | 37   | 85                              | 696                           | 16   | 870                           | 631                                    | 14   | 69                              | 143                           | 13   |
| 2009 mag.   | 1.679       | 832                                    | 41   | 90                              | 701                           | 15   | 856                           | 626                                    | 13   | 64                              | 142                           | 10   |
| giu.  | 1.619       | 785                                    | 37   | 85                              | 696                           | 16   | 781                           | 572                                    | 15   | 69                              | 113                           | 12   |
| lug.  | 1.647       | 779                                    | 35   | 85                              | 731                           | 17   | 877                           | 615                                    | 11   | 77                              | 167                           | 7  |
| ago.  | 1.623       | 752                                    | 34   | 83                              | 738                           | 15   | 775                           | 567                                    | 10   | 72                              | 122                           | 5  |
| <b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>               |             |  |  |                                 |                               |  |                               |  |  |                                 |                               |  |
| 2007  | 10.779      | 4.259                                  | 1.469  | 553                             | 4.189                         | 309  | 191                           | 86                                     | 41   | 8                               | 52                            | 3  |
| 2008  | 11.580      | 4.445                                  | 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.  | 11.580      | 4.445                                  | 1.868  | 581                             | 4.371                         | 315  | 266                           | 95                                     | 98   | 11                              | 57                            | 5  |
| 2009 1° trim.                                     | 12.024      | 4.554                                  | 1.997  | 621                             | 4.528                         | 324  | 300                           | 116                                    | 61   | 18                              | 96                            | 8  |
| 2° trim.  | 12.382      | 4.648                                  | 2.082  | 669                             | 4.648                         | 336  | 295                           | 118                                    | 48   | 21                              | 101                           | 7  |
| 2009 mag.   | 12.252      | 4.624                                  | 2.060  | 654                             | 4.579                         | 335  | 301                           | 119                                    | 54   | 25                              | 96                            | 6  |
| giu.  | 12.382      | 4.648                                  | 2.082  | 669                             | 4.648                         | 336  | 308                           | 122                                    | 39   | 21                              | 122                           | 4  |
| lug.  | 12.420      | 4.668                                  | 2.119  | 681                             | 4.614                         | 337  | 274                           | 103                                    | 62   | 18                              | 84                            | 7  |
| ago.  | 12.467      | 4.687                                  | 2.122  | 680                             | 4.639                         | 339  | 121                           | 61                                     | 17   | 2                               | 38                            | 3  |
| <b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>     |             |  |  |                                 |                               |  |                               |  |  |                                 |                               |  |
| 2007  | 7.324       | 2.263                                  | 594  | 419                             | 3.797                         | 250  | 107                           | 44                                     | 10   | 5                               | 45                            | 3  |
| 2008  | 7.611       | 2.326                                  | 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.  | 7.611       | 2.326                                  | 636  | 445                             | 3.955                         | 250  | 120                           | 42                                     | 13   | 10                              | 53                            | 2  |
| 2009 1° trim.                                     | 7.931       | 2.396                                  | 703  | 487                             | 4.094                         | 252  | 208                           | 72                                     | 27   | 18                              | 86                            | 5  |
| 2° trim.  | 8.246       | 2.494                                  | 749  | 535                             | 4.210                         | 259  | 209                           | 72                                     | 23   | 20                              | 90                            | 5  |
| 2009 mag.   | 8.108       | 2.459                                  | 729  | 521                             | 4.140                         | 260  | 210                           | 78                                     | 19   | 24                              | 84                            | 5  |
| giu.  | 8.246       | 2.494                                  | 749  | 535                             | 4.210                         | 259  | 233                           | 75                                     | 28   | 19                              | 109                           | 2  |
| lug.  | 8.261       | 2.511                                  | 767  | 548                             | 4.176                         | 259  | 180                           | 62                                     | 24   | 17                              | 72                            | 6  |
| ago.  | 8.295       | 2.524                                  | 766  | 547                             | 4.199                         | 259  | 65                            | 33                                     | 4  | 1                               | 26                            | 1  |
| <b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b> |             |  |  |                                 |                               |  |                               |  |  |                                 |                               |  |
| 2007  | 3.001       | 1.621                                  | 857  | 123                             | 342                           | 58   | 69                            | 31                                     | 30   | 3                               | 4                             | 0  |
| 2008  | 3.480       | 1.724                                  | 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.  | 3.480       | 1.724                                  | 1.202  | 126                             | 363                           | 64   | 129                           | 39                                     | 83   | 1                               | 3                             | 2  |
| 2009 1° trim.                                     | 3.589       | 1.757                                  | 1.269  | 124                             | 369                           | 70   | 75                            | 32                                     | 34   | 0                               | 5                             | 3  |
| 2° trim.  | 3.620       | 1.740                                  | 1.307  | 123                             | 374                           | 75   | 65                            | 30                                     | 24   | 1                               | 7                             | 2  |
| 2009 mag.   | 3.619       | 1.750                                  | 1.305  | 123                             | 367                           | 73   | 72                            | 27                                     | 34   | 1                               | 9                             | 1  |
| giu.  | 3.620       | 1.740                                  | 1.307  | 123                             | 374                           | 75   | 50                            | 28                                     | 11   | 2                               | 7                             | 2  |
| lug.  | 3.640       | 1.745                                  | 1.327  | 123                             | 370                           | 76   | 78                            | 30                                     | 38   | 0                               | 8                             | 1  |
| ago.  | 3.646       | 1.747                                  | 1.331  | 123                             | 368                           | 78   | 40                            | 17                                     | 12   | 0                               | 9                             | 2  |

Fonte: BCE.

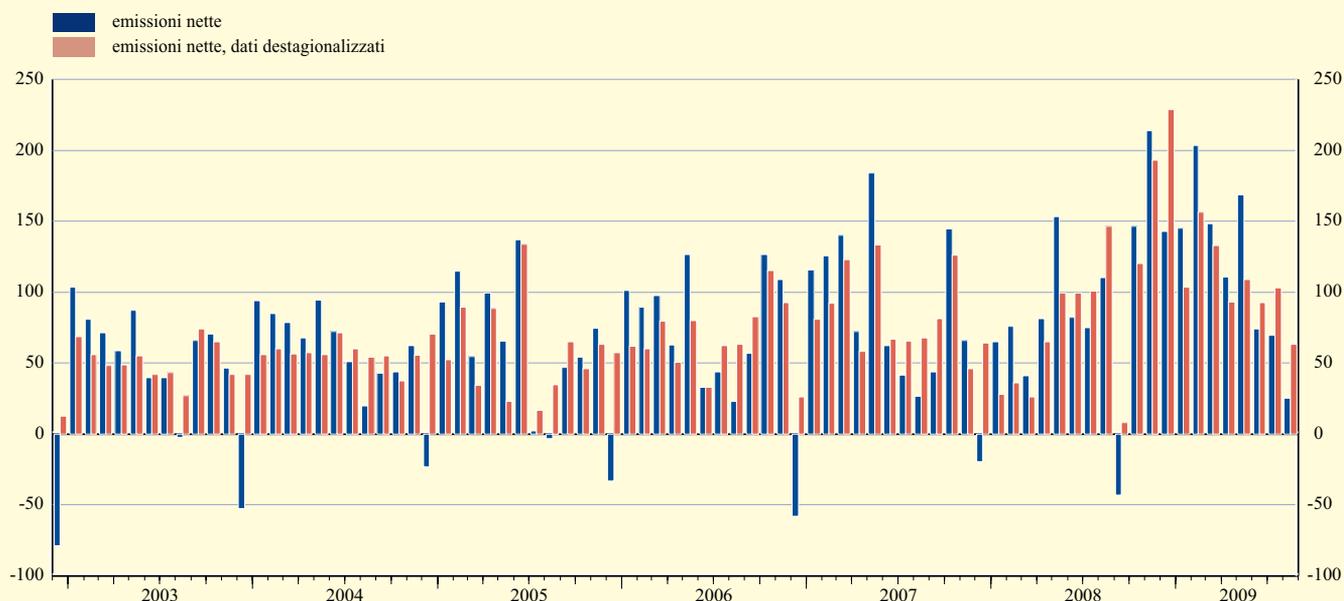
- 1) I dati mensili sulle emissioni lorde/nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.
- 2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con 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 <sup>1)</sup> |  |  |                                 |                                  |  | Dati destagionalizzati <sup>1)</sup> |  |  |                                 |                                  |  |
|---------------|--|--|--|---------------------------------|----------------------------------|--|--------------------------------------|--|--|---------------------------------|----------------------------------|--|
|               | Totale                                   | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-<br>sistema) | Società<br>diverse dalle IFM                   |                                 | Amministrazioni<br>pubbliche     |  | Totale                               | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-<br>sistema) | Società<br>diverse dalle IFM                   |                                 | Amministrazioni<br>pubbliche     |  |
|               |  |  | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non finan-<br>ziarie | Ammini-<br>strazioni<br>centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>pubbliche |                                      |  | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non finan-<br>ziarie | Ammini-<br>strazioni<br>centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>pubbliche |
| 1             | 2  | 3                                      | 4  | 5                               | 6                                | 7  | 8                                    | 9                                      | 10   | 11                              | 12                               |  |
|               | <b>Totale</b>                            |  |  |                                 |                                  |  |                                      |  |  |                                 |                                  |  |
| 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          | 95,2                                     | 23,2                                   | 35,3   | 4,0                             | 31,7                             | 1,1  | 95,9                                 | 23,3                                   | 34,5   | 4,1                             | 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.      | 167,6                                    | 11,4                                   | 81,7   | 6,2                             | 63,0                             | 5,4  | 180,7                                | 21,5                                   | 56,5   | 9,2                             | 90,7                             | 2,8  |
| 2009 1° trim. | 165,8                                    | 40,5                                   | 35,2   | 7,0                             | 82,1                             | 1,0  | 130,8                                | 21,1                                   | 45,2   | 5,1                             | 56,9                             | 2,5  |
| 2° trim.      | 117,8                                    | 21,7                                   | 27,7   | 11,5                            | 54,0                             | 2,9  | 98,0                                 | 21,1                                   | 27,4   | 7,4                             | 39,2                             | 3,0  |
| 2009 mag.     | 168,7                                    | 55,3                                   | 33,1   | 14,4                            | 66,0                             | -0,2                                       | 108,9                                | 31,9                                   | 30,5   | 6,8                             | 39,3                             | 0,5  |
| giu.          | 73,9                                     | -18,7                                  | 17,5   | 9,2                             | 64,0                             | 1,8  | 92,4                                 | 14,5                                   | 13,8   | 8,5                             | 54,0                             | 1,7  |
| lug.          | 69,3                                     | 18,0                                   | 35,6   | 12,7                            | 0,8                              | 2,2  | 103,1                                | 13,6                                   | 49,2   | 12,7                            | 24,9                             | 2,7  |
| ago.          | 25,1                                     | -9,6                                   | 3,3  | -2,1                            | 32,7                             | 0,9  | 63,3                                 | -0,5                                   | 15,0   | 2,4                             | 44,6                             | 1,9  |
|               | <b>A lungo termine</b>                   |  |  |                                 |                                  |  |                                      |  |  |                                 |                                  |  |
| 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  | 65,1                                 | 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. | 135,5                                    | 25,8                                   | 42,1   | 12,9                            | 51,7                             | 3,1  | 131,0                                | 17,1                                   | 52,2   | 14,4                            | 44,4                             | 3,0  |
| 2° trim.      | 126,0                                    | 36,1                                   | 29,1   | 15,9                            | 41,2                             | 3,8  | 95,0                                 | 25,4                                   | 28,2   | 12,3                            | 25,5                             | 3,7  |
| 2009 mag.     | 174,6                                    | 48,4                                   | 35,2   | 19,9                            | 69,0                             | 2,2  | 111,9                                | 25,6                                   | 30,9   | 13,3                            | 39,6                             | 2,5  |
| giu.          | 128,5                                    | 23,2                                   | 20,9   | 14,3                            | 69,2                             | 0,9  | 101,4                                | 22,2                                   | 16,5   | 11,2                            | 50,7                             | 0,7  |
| lug.          | 40,7                                     | 23,3                                   | 37,9   | 12,6                            | -34,3                            | 1,3  | 82,0                                 | 22,4                                   | 52,9   | 13,1                            | -8,3                             | 1,9  |
| ago.          | 53,2                                     | 21,2                                   | 4,6  | -0,3                            | 25,5                             | 2,1  | 101,5                                | 37,5                                   | 18,0   | 2,8                             | 40,4                             | 2,9  |

**F17 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati**  
(miliardi di euro, transazioni nel mese, valori nominali)



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni lorde/nette si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

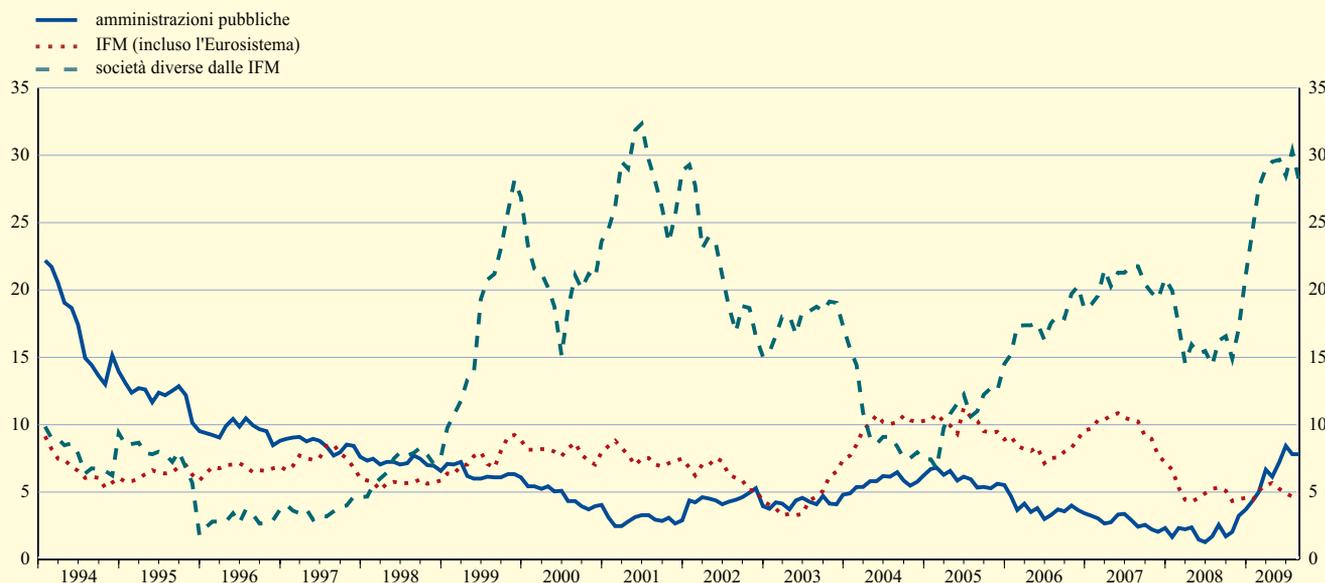
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 | Amministrazioni centrali  | Altre amministrazioni pubbliche |  |                             | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Amministrazioni centrali  | Altre amministrazioni pubbliche |
|           | 1   | 2                           | 3                                     | 4                       | 5                         | 6                               | 7  | 8                           | 9                                     | 10                      | 11                        | 12                              |
|           | Totale  |                             |                                       |                         |                           |                                 |  |                             |                                       |                         |                           |                                 |
| 2008 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                         | 21,1                                  | 4,5                     | 5,0                       | 2,9                             | 9,6  | 6,7                         | 25,8                                  | 5,4                     | 8,2                       | 9,9                             |
| nov.      | 8,1   | 5,7                         | 24,0                                  | 4,3                     | 6,7                       | 2,8                             | 11,1   | 5,1                         | 30,8                                  | 5,1                     | 12,5                      | 7,1                             |
| dic.      | 9,5   | 5,5                         | 28,1                                  | 7,3                     | 8,4                       | 4,0                             | 13,2   | 4,8                         | 35,7                                  | 12,9                    | 15,5                      | 9,6                             |
| 2009 gen. | 10,1  | 5,3                         | 30,2                                  | 7,0                     | 9,6                       | 5,4                             | 13,1   | 3,6                         | 38,3                                  | 12,3                    | 16,0                      | 8,5                             |
| feb.      | 11,1  | 6,3                         | 32,3                                  | 8,1                     | 10,1                      | 6,5                             | 13,1   | 3,8                         | 36,6                                  | 13,3                    | 16,0                      | 7,2                             |
| mar.      | 11,9  | 6,5                         | 33,3                                  | 9,0                     | 11,5                      | 7,9                             | 15,2   | 4,9                         | 38,4                                  | 12,9                    | 19,5                      | 10,0                            |
| apr.      | 12,1  | 6,3                         | 33,5                                  | 10,1                    | 11,6                      | 10,6                            | 14,6   | 6,1                         | 41,6                                  | 15,3                    | 14,9                      | 11,3                            |
| mag.      | 12,0  | 5,5                         | 33,1                                  | 10,2                    | 12,7                      | 9,5                             | 13,0   | 5,9                         | 35,3                                  | 15,9                    | 12,7                      | 11,9                            |
| giu.      | 11,9  | 4,9                         | 29,9                                  | 11,8                    | 13,6                      | 9,7                             | 10,6   | 4,8                         | 24,3                                  | 10,8                    | 11,8                      | 10,1                            |
| lug.      | 11,8  | 4,2                         | 31,0                                  | 13,1                    | 13,5                      | 9,5                             | 10,5   | 4,9                         | 24,3                                  | 14,1                    | 11,0                      | 10,6                            |
| ago.      | 11,0  | 3,6                         | 27,6                                  | 12,6                    | 13,3                      | 9,0                             | 9,0  | 3,2                         | 19,5                                  | 12,1                    | 10,5                      | 10,9                            |
|           | A lungo termine   |                             |                                       |                         |                           |                                 |  |                             |                                       |                         |                           |                                 |
| 2008 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                             | 7,5  | 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                             | 10,5   | 3,1                         | 42,5                                  | 16,0                    | 7,1                       | 4,1                             |
| feb.      | 9,2   | 5,1                         | 34,1                                  | 10,5                    | 5,1                       | 3,9                             | 10,7   | 3,0                         | 41,3                                  | 19,4                    | 7,3                       | 2,9                             |
| mar.      | 10,4  | 5,5                         | 35,0                                  | 13,0                    | 6,7                       | 5,7                             | 13,3   | 4,0                         | 43,3                                  | 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                                  | 26,1                    | 9,9                       | 11,8                            |
| mag.      | 10,7  | 5,2                         | 34,6                                  | 16,4                    | 7,1                       | 8,5                             | 13,3   | 5,8                         | 39,6                                  | 30,6                    | 9,1                       | 14,2                            |
| giu.      | 10,9  | 4,9                         | 31,9                                  | 19,1                    | 8,4                       | 8,5                             | 12,0   | 5,7                         | 28,1                                  | 29,2                    | 9,8                       | 13,1                            |
| lug.      | 10,9  | 4,6                         | 33,6                                  | 21,1                    | 7,8                       | 8,1                             | 11,3   | 6,2                         | 25,5                                  | 26,4                    | 8,5                       | 12,4                            |
| ago.      | 10,6  | 4,9                         | 30,6                                  | 20,6                    | 7,8                       | 8,1                             | 10,5   | 6,8                         | 20,7                                  | 21,9                    | 8,2                       | 13,5                            |

### 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)



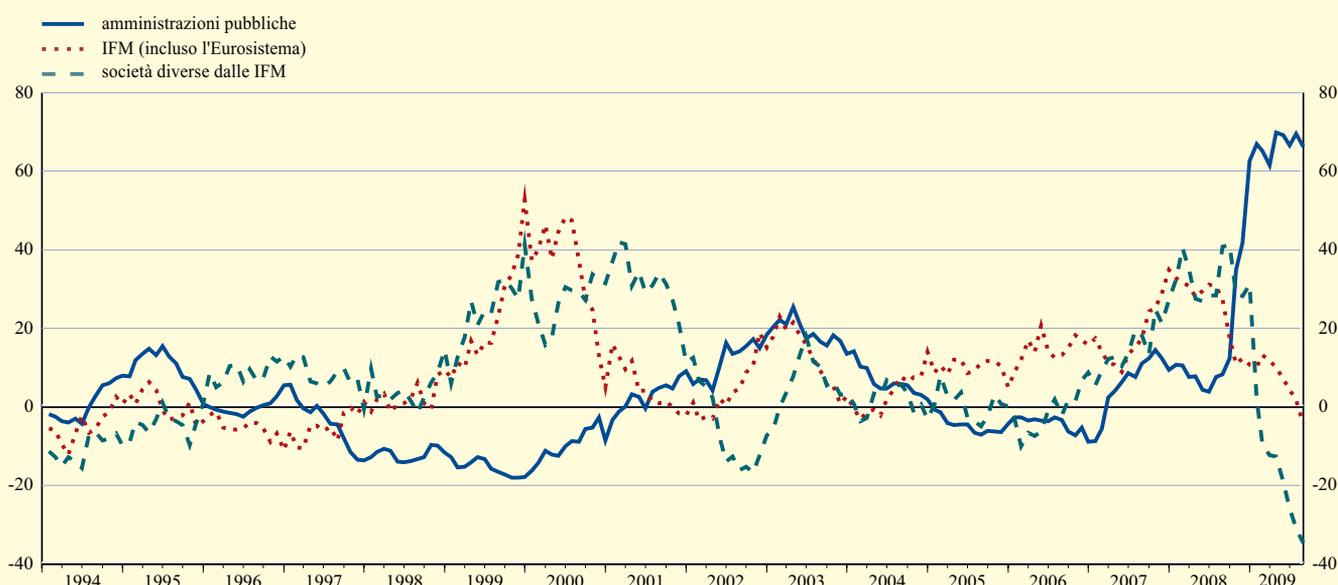
Fonte: BCE.

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'euro<sup>1)</sup> (continua)**  
(variazioni percentuali)

|               | A lungo termine con tasso fisso |                                    |  |                               |                                  |  | A lungo termine con tasso variabile |                                    |  |                               |                                  |  |
|---------------|---------------------------------|------------------------------------|--|-------------------------------|----------------------------------|--|-------------------------------------|------------------------------------|--|-------------------------------|----------------------------------|--|
|               | Totale                          | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-sistema) | Società diverse dalle IFM                      |                               | Amministrazioni pubbliche        |  | Totale                              | IFM<br>(incluso<br>l'Euro-sistema) | Società diverse dalle IFM                      |                               | Amministrazioni pubbliche        |  |
|               | 13                              | 14                                 | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non<br>finanziarie | Ammini-<br>strazioni<br>centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>pubbliche | 19                                  | 20                                 | Società<br>finanziarie<br>diverse<br>dalle IFM | Società<br>non<br>finanziarie | Ammini-<br>strazioni<br>centrali | Altre<br>ammini-<br>strazioni<br>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                                | 32,3   | 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   | 21,3                          | 7,4                              | 4,5  | 14,7                                | 3,3                                | 44,3   | -1,3                          | -0,6                             | 20,6                                       |
| 2009 mar.     | 8,4                             | 6,6                                | 18,1   | 17,6                          | 7,3                              | 2,6  | 16,3                                | 5,0                                | 47,1   | -0,7                          | 0,4                              | 16,7                                       |
| apr.          | 8,4                             | 6,7                                | 19,8   | 20,1                          | 6,6                              | 5,3  | 15,6                                | 4,5                                | 45,7   | -0,9                          | -1,5                             | 20,3                                       |
| mag.          | 9,2                             | 7,3                                | 21,1   | 22,3                          | 7,4                              | 5,0  | 14,2                                | 2,2                                | 44,5   | -2,1                          | -0,5                             | 20,9                                       |
| giu.          | 10,3                            | 7,0                                | 22,6   | 25,4                          | 9,1                              | 4,2  | 12,5                                | 1,3                                | 38,7   | -1,3                          | 0,1                              | 24,6                                       |
| lug.          | 10,4                            | 6,8                                | 26,1   | 28,5                          | 8,6                              | 3,7  | 12,5                                | 1,5                                | 39,5   | -3,3                          | -2,3                             | 24,9                                       |
| ago.          | 10,6                            | 7,5                                | 24,9   | 28,1                          | 8,7                              | 3,2  | 10,9                                | 0,9                                | 35,0   | -4,0                          | -3,8                             | 27,1                                       |
|               | 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                              | -1,3                                       | 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                                | 48,0   | 0,5                           | 0,9                              | 11,0                                       |
| 2° trim.      | 9,6                             | 8,9                                | 23,4   | 19,6                          | 7,6                              | 3,9  | 17,5                                | 5,4                                | 47,4   | -2,0                          | -0,7                             | 22,5                                       |
| 2009 mar.     | 8,9                             | 8,1                                | 21,7   | 15,4                          | 7,5                              | 1,9  | 19,2                                | 7,5                                | 50,2   | -1,5                          | 0,3                              | 17,7                                       |
| apr.          | 9,0                             | 8,6                                | 23,2   | 18,2                          | 6,8                              | 4,6  | 18,4                                | 6,6                                | 48,9   | -1,4                          | -1,6                             | 22,2                                       |
| mag.          | 9,9                             | 9,5                                | 23,9   | 20,6                          | 7,6                              | 4,4  | 17,0                                | 4,3                                | 47,5   | -2,9                          | -0,6                             | 22,9                                       |
| giu.          | 10,9                            | 8,9                                | 24,5   | 24,3                          | 9,4                              | 3,5  | 15,0                                | 3,1                                | 41,7   | -2,0                          | -0,2                             | 26,8                                       |
| lug.          | 11,0                            | 9,0                                | 28,0   | 27,3                          | 8,8                              | 3,0  | 14,9                                | 3,4                                | 42,1   | -3,8                          | -3,0                             | 27,2                                       |
| ago.          | 11,2                            | 9,7                                | 26,9   | 27,4                          | 8,9                              | 2,6  | 13,0                                | 2,6                                | 37,3   | -4,5                          | -4,9                             | 29,5                                       |

**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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

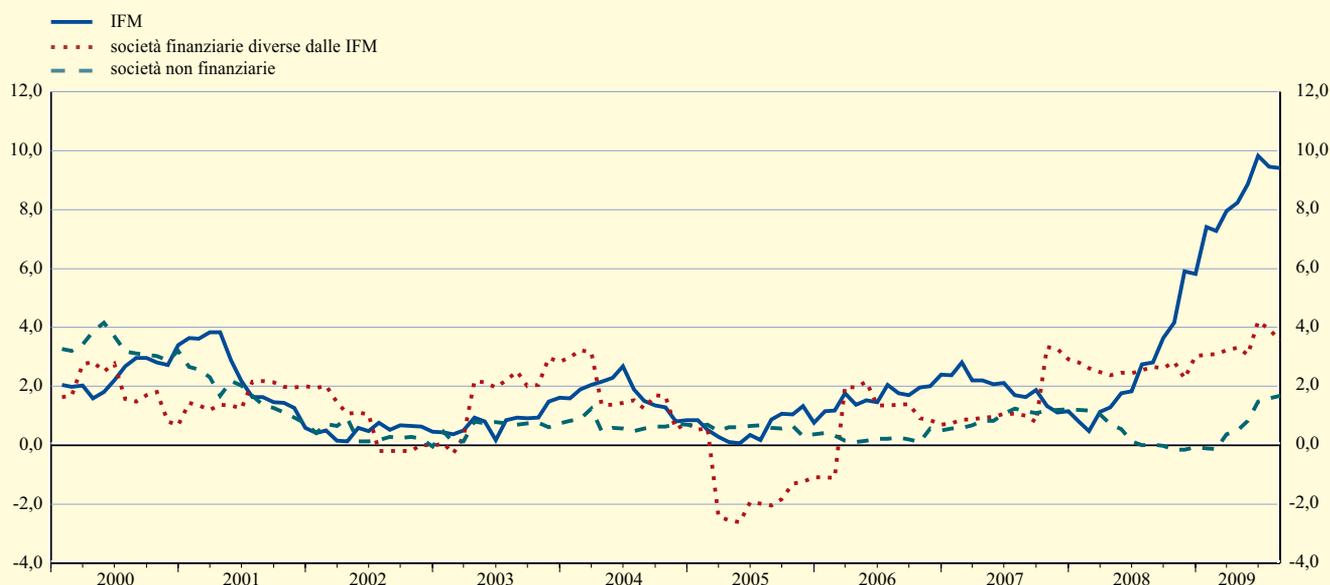
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

|           | Totale  |                      |  | IFM     |  | Società finanziarie diverse dalle IFM |  | Società non finanziarie |  |
|-----------|---------|----------------------|--|---------|--|---------------------------------------|--|-------------------------|--|
|           | Totale  | Indice dic. 2001=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 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.      | 3.743,8 | 105,0                | 0,7                                    | 451,9   | 4,2                                    | 280,2                                 | 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.      | 3.482,6 | 105,4                | 1,0                                    | 377,0   | 5,8                                    | 269,1                                 | 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                                 | 4,2                                    | 2.824,3                 | 1,5                                    |
| lug.      | 3.815,2 | 107,5                | 2,7                                    | 509,4   | 9,5                                    | 278,3                                 | 3,9                                    | 3.027,5                 | 1,6                                    |
| ago.      | 4.044,3 | 107,5                | 2,7                                    | 572,4   | 9,4                                    | 301,0                                 | 3,6                                    | 3.171,0                 | 1,7                                    |

#### 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 <sup>1)</sup>

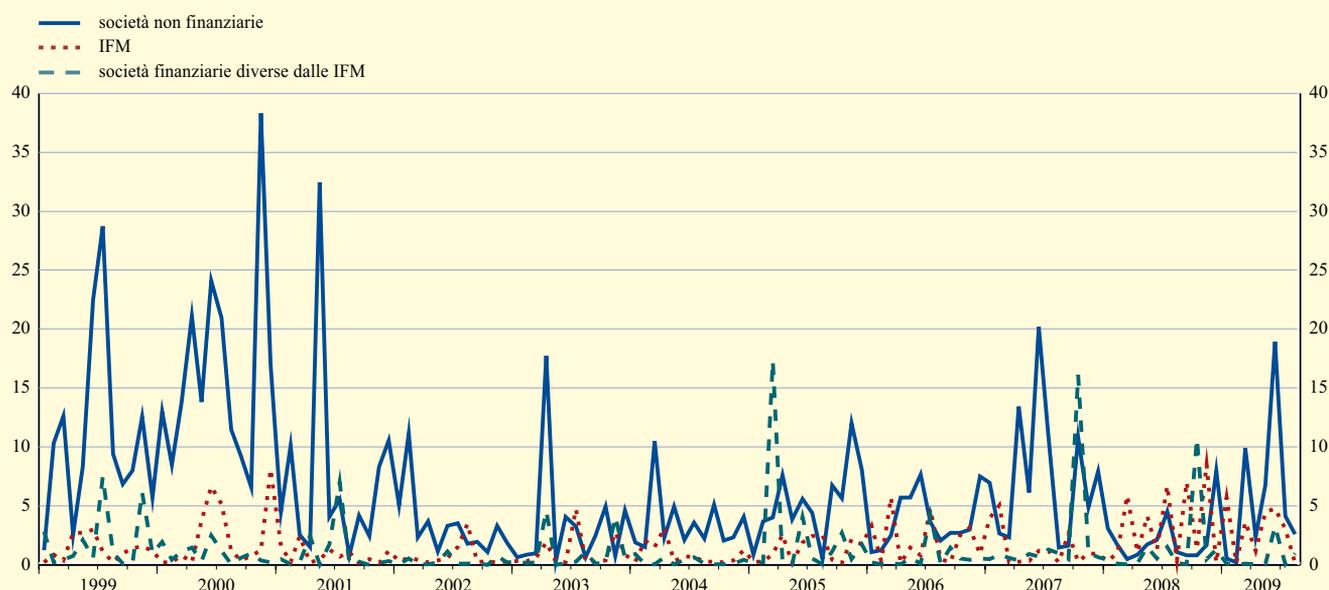
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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             | 2,9      | 5,0             | 7,0             | 0,0      | 7,0             | 0,0                                   | 0,1      | -0,1            | 0,8                     | 2,8      | -2,0            |
| 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            | 2,0      | 25,0            | 4,8             | 0,0      | 4,8             | 3,3                                   | 0,3      | 3,0             | 18,9                    | 1,8      | 17,2            |
| lug.      | 7,2             | 0,2      | 7,0             | 3,0             | 0,0      | 3,0             | 0,0                                   | 0,0      | 0,0             | 4,1                     | 0,2      | 3,9             |
| ago.      | 3,6             | 3,3      | 0,2             | 0,0             | 0,0      | 0,0             | 1,0                                   | 1,9      | -0,9            | 2,6                     | 1,4      | 1,2             |

#### 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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> | Con durata prestabilita |                         |              | Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup> |              | A vista <sup>2)</sup>               | 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 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                    | 4,15         | 3,19                                |
| dic.      | 1,16                  | 3,75                    | 4,35                    | 3,69         | 2,95   | 4,17         | 1,61                                | 2,87                    | 4,23                    | 4,08         | 2,63                                |
| 2009 gen. | 1,02                  | 3,28                    | 3,90                    | 3,52         | 2,88   | 4,08         | 1,26                                | 2,24                    | 3,81                    | 3,76         | 2,05                                |
| feb.      | 0,90                  | 2,62                    | 3,40                    | 3,23         | 2,49   | 3,98         | 1,10                                | 1,61                    | 3,21                    | 3,89         | 1,55                                |
| mar.      | 0,80                  | 2,24                    | 2,97                    | 3,07         | 2,31   | 3,87         | 0,93                                | 1,36                    | 2,97                    | 3,30         | 1,23                                |
| apr.      | 0,66                  | 2,01                    | 2,70                    | 2,87         | 2,22   | 3,75         | 0,77                                | 1,15                    | 2,64                    | 3,07         | 1,12                                |
| mag.      | 0,61                  | 1,89                    | 2,42                    | 2,71         | 1,98   | 3,62         | 0,74                                | 1,08                    | 2,39                    | 3,11         | 1,02                                |
| giu.      | 0,56                  | 1,86                    | 2,38                    | 2,57         | 1,95   | 3,52         | 0,63                                | 1,04                    | 2,18                    | 2,57         | 0,93                                |
| lug.      | 0,52                  | 1,86                    | 2,41                    | 2,62         | 1,86   | 3,38         | 0,57                                | 0,82                    | 2,48                    | 2,93         | 0,68                                |
| ago.      | 0,50                  | 1,72                    | 2,32                    | 2,64         | 1,64   | 3,23         | 0,54                                | 0,71                    | 2,06                    | 2,93         | 0,57                                |
| set.      | 0,48                  | 1,61                    | 2,28                    | 2,52         | 1,60   | 3,12         | 0,52                                | 0,69                    | 2,09                    | 2,73         | 0,58                                |

### 2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

|           | Conti correnti attivi <sup>2)</sup> | Credito al consumo                           |                         |              | Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup> | Prestiti per acquisto di abitazione          |                         |                          |               | Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup> | Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso |                         |              |
|-----------|-------------------------------------|--|-------------------------|--------------|--|--|-------------------------|--------------------------|---------------|--|---|-------------------------|--------------|
|           |                                     | Periodo iniziale di determinazione del tasso |                         |              |  | 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 |  | 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 ott. | 10,83                               | 8,81   | 7,22                    | 8,69         | 8,90   | 5,84   | 5,42                    | 5,28                     | 5,37          | 5,70   | 6,37  | 6,26                    | 5,80         |
| nov.      | 10,78                               | 8,85   | 7,17                    | 8,69         | 8,88   | 5,63   | 5,34                    | 5,22                     | 5,28          | 5,58   | 5,84  | 6,15                    | 5,75         |
| dic.      | 10,45                               | 8,16   | 7,03                    | 8,39         | 8,48   | 5,09   | 5,06                    | 5,10                     | 5,13          | 5,30   | 4,99  | 5,75                    | 5,29         |
| 2009 gen. | 10,13                               | 8,27   | 7,03                    | 8,63         | 8,66   | 4,37   | 4,77                    | 4,92                     | 5,00          | 4,86   | 4,43  | 5,44                    | 5,23         |
| feb.      | 10,15                               | 8,06   | 6,65                    | 8,49         | 8,35   | 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   | 4,34                    | 4,61                     | 4,72          | 4,38   | 3,83  | 4,72                    | 5,05         |
| apr.      | 9,71                                | 7,43   | 6,50                    | 8,27         | 8,05   | 3,38   | 4,21                    | 4,55                     | 4,68          | 4,22   | 3,54  | 4,69                    | 4,90         |
| mag.      | 9,62                                | 7,87   | 6,44                    | 8,17         | 8,08   | 3,22   | 4,15                    | 4,50                     | 4,58          | 4,12   | 3,60  | 4,71                    | 4,90         |
| giu.      | 9,54                                | 7,30   | 6,36                    | 8,03         | 7,83   | 3,12   | 4,12                    | 4,51                     | 4,58          | 4,07   | 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   | 6,53                    | 7,96         | 8,17   | 3,00   | 4,10                    | 4,54                     | 4,45          | 4,06   | 3,21  | 4,74                    | 4,82         |
| set.      | 9,30                                | 7,72   | 6,48                    | 7,90         | 8,05   | 2,81   | 4,05                    | 4,48                     | 4,41          | 3,95   | 3,14  | 4,66                    | 4,71         |

### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

|           | Conti correnti attivi <sup>2)</sup> | 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            |
| 2008 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  | 5,01                    | 4,97         |
| dic.      | 6,24                                | 5,38   | 5,78                    | 5,32         | 4,28  | 4,50                    | 4,76         |
| 2009 gen. | 5,65                                | 4,73   | 5,46                    | 5,24         | 3,52  | 3,95                    | 4,58         |
| feb.      | 5,38                                | 4,32   | 5,25                    | 4,96         | 3,12  | 3,51                    | 4,23         |
| mar.      | 5,08                                | 4,03   | 5,06                    | 4,74         | 2,85  | 3,22                    | 3,87         |
| apr.      | 4,72                                | 3,82   | 5,01                    | 4,60         | 2,55  | 3,34                    | 4,01         |
| mag.      | 4,64                                | 3,73   | 5,01                    | 4,52         | 2,49  | 3,22                    | 3,98         |
| giu.      | 4,55                                | 3,64   | 4,86                    | 4,49         | 2,57  | 3,08                    | 3,71         |
| lug.      | 4,34                                | 3,57   | 4,79                    | 4,32         | 2,38  | 2,89                    | 3,90         |
| ago.      | 4,24                                | 3,42   | 4,68                    | 4,24         | 2,32  | 2,81                    | 3,83         |
| set.      | 4,24                                | 3,36   | 4,55                    | 4,16         | 2,09  | 2,85                    | 3,62         |

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'euro<sup>1)</sup>**  
(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)**

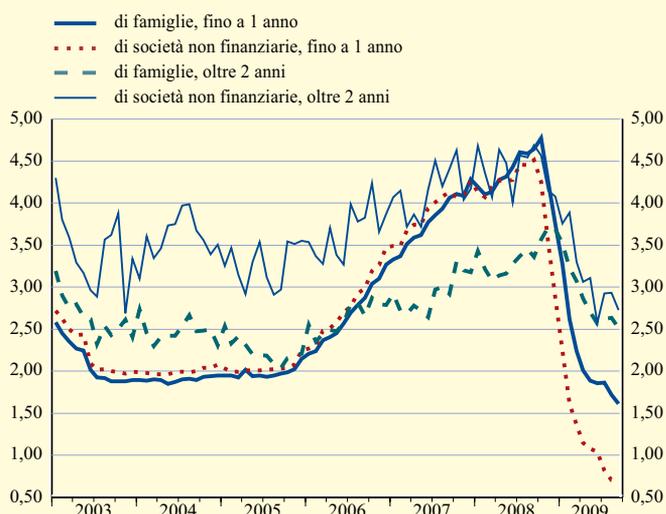
|           | Depositi da famiglie  |                         |              |  |              | Depositi da società non finanziarie |                         |              |      | Operazioni di pronti contro termine |
|-----------|-----------------------|-------------------------|--------------|--|--------------|-------------------------------------|-------------------------|--------------|------|-------------------------------------|
|           | A vista <sup>2)</sup> | Con durata prestabilita |              | Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup> |              | A vista <sup>2)</sup>               | 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 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         | 1,61                                | 4,01                    | 4,30         | 3,56 |                                     |
| 2009 gen. | 1,02                  | 4,16                    | 3,10         | 2,88   | 4,08         | 1,26                                | 3,49                    | 4,11         | 3,09 |                                     |
| feb.      | 0,90                  | 3,98                    | 3,17         | 2,49   | 3,98         | 1,10                                | 3,18                    | 4,00         | 2,68 |                                     |
| mar.      | 0,80                  | 3,78                    | 3,06         | 2,31   | 3,87         | 0,93                                | 2,82                    | 3,87         | 2,29 |                                     |
| apr.      | 0,66                  | 3,54                    | 3,11         | 2,22   | 3,75         | 0,77                                | 2,52                    | 3,84         | 1,95 |                                     |
| mag.      | 0,61                  | 3,38                    | 3,04         | 1,98   | 3,62         | 0,74                                | 2,37                    | 3,70         | 1,79 |                                     |
| giu.      | 0,56                  | 3,25                    | 3,07         | 1,95   | 3,52         | 0,63                                | 2,21                    | 3,65         | 1,63 |                                     |
| lug.      | 0,52                  | 3,07                    | 3,03         | 1,86   | 3,38         | 0,57                                | 1,99                    | 3,53         | 1,53 |                                     |
| ago.      | 0,50                  | 2,94                    | 3,01         | 1,64   | 3,23         | 0,54                                | 1,91                    | 3,39         | 1,53 |                                     |
| set.      | 0,48                  | 2,82                    | 3,01         | 1,60   | 3,12         | 0,52                                | 1,82                    | 3,40         | 1,45 |                                     |

**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 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         | 5,71                               | 5,42                    | 5,27         |
| 2009 gen. | 5,22  | 4,72                    | 4,93         | 8,72  | 7,22                    | 6,22         | 5,10                               | 4,89                    | 4,89         |
| feb.      | 5,14  | 4,75                    | 4,91         | 8,61  | 7,27                    | 6,21         | 4,75                               | 4,59                    | 4,74         |
| mar.      | 4,92  | 4,63                    | 4,78         | 8,43  | 7,08                    | 6,07         | 4,40                               | 4,28                    | 4,48         |
| apr.      | 4,70  | 4,49                    | 4,65         | 8,19  | 7,00                    | 5,92         | 4,10                               | 3,98                    | 4,25         |
| mag.      | 4,59  | 4,45                    | 4,56         | 8,09  | 6,92                    | 5,84         | 4,00                               | 3,84                    | 4,12         |
| giu.      | 4,50  | 4,40                    | 4,46         | 7,98  | 6,91                    | 5,79         | 3,91                               | 3,72                    | 4,00         |
| lug.      | 4,31  | 4,32                    | 4,36         | 7,82  | 6,79                    | 5,70         | 3,73                               | 3,59                    | 3,81         |
| ago.      | 4,23  | 4,25                    | 4,28         | 7,81  | 6,74                    | 5,65         | 3,65                               | 3,50                    | 3,73         |
| set.      | 4,20  | 4,25                    | 4,24         | 7,80  | 6,78                    | 5,63         | 3,62                               | 3,44                    | 3,69         |

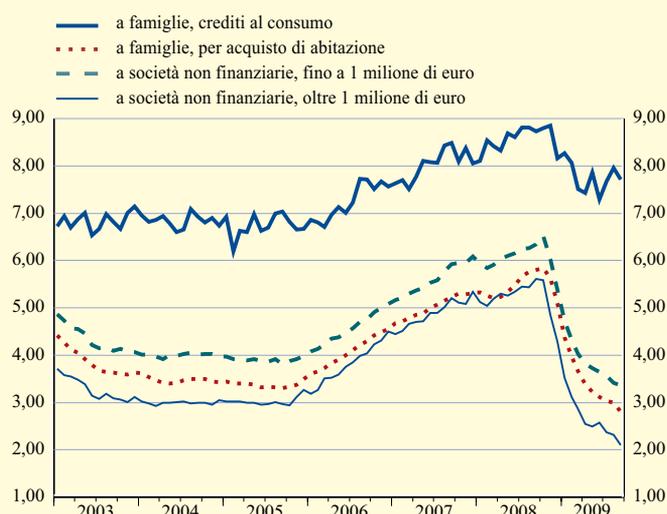
**F22 Nuovi depositi con durata prestabilita**

(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.

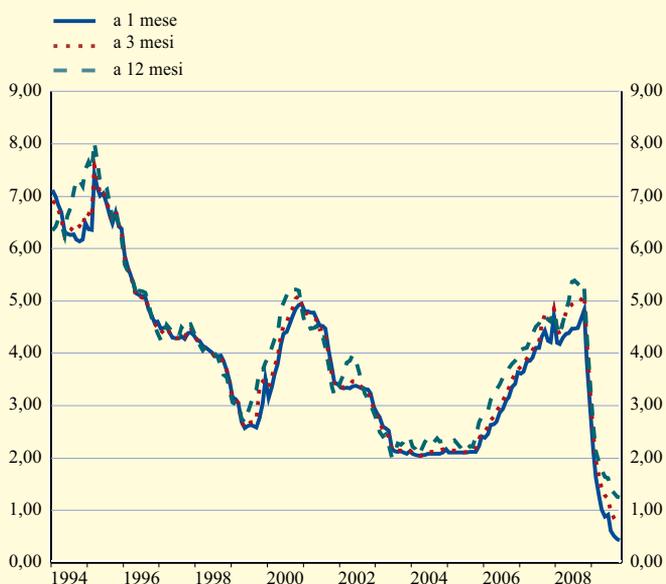
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

|               | Area dell'euro <sup>1),2)</sup> |                             |                             |                             |                              | 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 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                      |
| ott.          | 0,36                            | 0,43                        | 0,74                        | 1,02                        | 1,24                         | 0,28                      | 0,33                      |

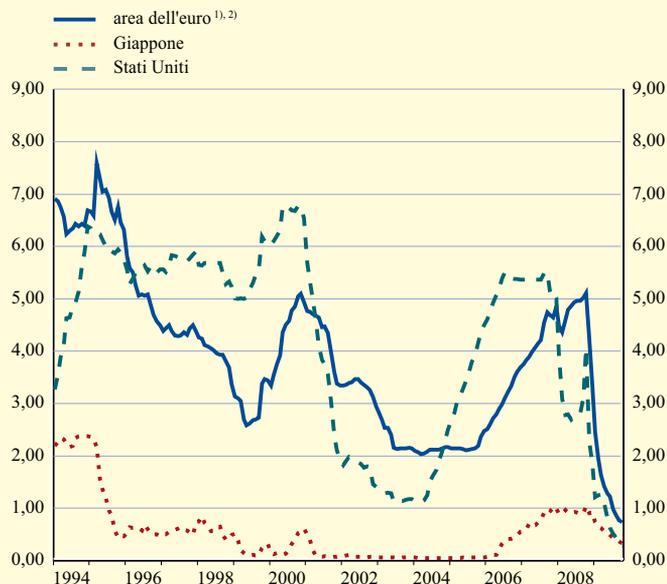
#### F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

(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.

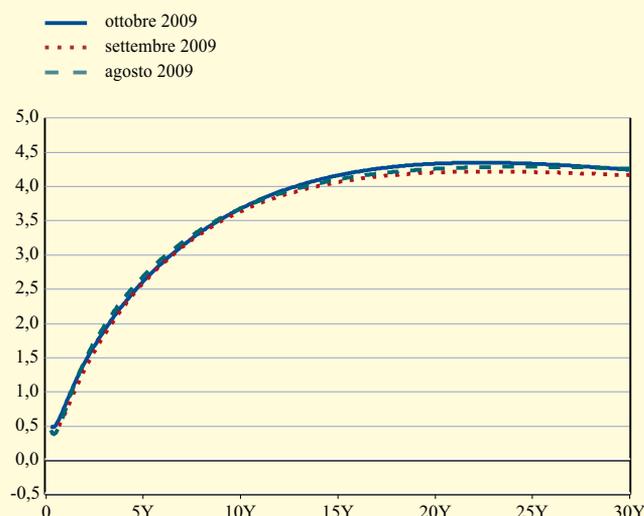
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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-<br>3 mesi<br>(spread) | 10 anni-<br>2 anni<br>(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 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    |
| 3° trim.      | 0,41           | 0,70   | 1,33   | 2,59   | 3,12   | 3,64    | 3,23                           | 2,31                           | 1,34                       | 2,47   | 4,14   | 4,96    |
| 2008 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    |
| ott.          | 0,50           | 0,81   | 1,43   | 2,61   | 3,13   | 3,68    | 3,18                           | 2,25                           | 1,49                       | 2,50   | 4,12   | 5,11    |

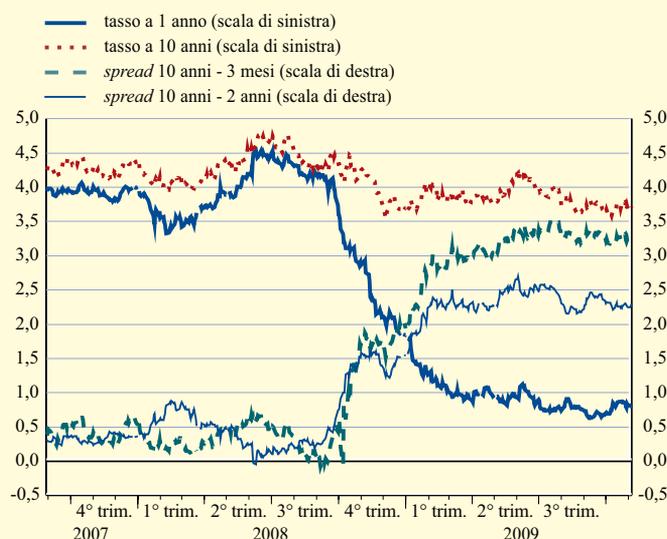
#### F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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 <sup>1)</sup> |                 |   |                    |                 |                          |            |             |                 |                  |                   |                  | 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 | Petrolifero 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            | 994,2                 | 10.117,3   |
| 2008 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   |
| ott.          | 268,7                                     | 2.865,5         | 403,7                                     | 150,1              | 277,5           | 314,2                    | 216,0      | 318,4       | 221,3           | 375,4            | 415,0             | 393,6            | 1.067,7               | 10.066,2   |

## 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)<sup>1)</sup>

|                                   | Totale            |        |   |      |         | Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente) |                             |                                 |                                 |                             |         | Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>    |                     |
|-----------------------------------|-------------------|--------|---|------|---------|---|-----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------|---|---------------------|
|                                   | 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 |
|                                   |                   |        |   |      |         |   |                             |                                 |                                 |                             |         |   |                     |
| in perc. del totale <sup>3)</sup> | 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 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  | 0,3                         | 0,3                             | 0,3                             | -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                             | 0,0                             | -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                 |
| 3° trim.                          | 108,0             | -0,4   | 1,2   | -1,9 | 1,8     | 0,2   | 0,4                         | -1,0                            | 0,0                             | 0,8                         | 0,4     | -0,6  | 1,1                 |
| 2009 mag.                         | 108,3             | 0,0    | 1,5   | -1,4 | 2,1     | 0,0   | -0,1                        | -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   | 0,3                         | -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  | 1,1                 |
| set.                              | 108,2             | -0,3   | 1,1   | -1,8 | 1,8     | -0,1  | 0,0                         | 0,1                             | 0,0                             | -1,2                        | 0,1     | -0,5  | 1,0                 |
| ott. <sup>4)</sup>                |                   | -0,1   |   |      |         |   |                             |                                 |                                 |                             |         |   |                     |

|                                   | Beni   |             |                 |                  |                |            | Servizi      |     |              |                  |                        |      |
|-----------------------------------|--|-------------|-----------------|------------------|----------------|------------|--------------|-----|--------------|------------------|------------------------|------|
|                                   | Alimentari (includere 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 <sup>3)</sup> | 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 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  |
| 3° trim.                          | -0,1   | 0,6         | -1,2            | -2,8             | 0,5            | -11,9      | 2,0          | 1,8 | 2,5          | -0,6             | 1,8                    | 2,1  |
| 2009 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  |
| set.                              | -0,2   | 0,5         | -1,3            | -2,6             | 0,5            | -11,0      | 2,0          | 1,8 | 2,3          | -0,3             | 1,7                    | 2,1  |

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.
- Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2009.
- 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 residenziali<sup>1)</sup>

| in perc. del totale <sup>4)</sup> | Prezzi alla produzione dei beni industriali |        |                          |  |                |                      |                 |                 |          |              |      | Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup> | Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup> |
|-----------------------------------|---|--------|--------------------------|--|----------------|----------------------|-----------------|-----------------|----------|--------------|------|--|--|
|                                   | Industria escluse le costruzioni            |        |                          |  |                |                      |                 |                 |          |              |      |  |  |
|                                   | Totale (indice 2005 = 100)                  | Totale | Industria manifatturiera | Industria escluse le costruzioni e l'energia |                |                      | Beni energetici | Beni di consumo |          |              |      |  |  |
|                                   |   |        |                          | Totale                                       | Beni intermedi | Beni di investimento |                 | 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                      | 1,9  | 2,8            | 1,2                  | 0,9             | 1,3             | 0,8      | 13,5         | 3,7  | 7,5                                    |  |
| 2006                              | 105,1                                       | 5,1    | 3,5                      | 2,8  | 4,6            | 1,6                  | 1,5             | 1,4             | 1,5      | 13,4         | 4,9  | 6,5                                    |  |
| 2007                              | 107,9                                       | 2,7    | 3,0                      | 3,2  | 4,6            | 2,2                  | 2,2             | 2,4             | 2,1      | 1,2          | 4,2  | 4,4                                    |  |
| 2008                              | 114,4                                       | 6,1    | 4,8                      | 3,5  | 4,0            | 2,1                  | 3,9             | 2,8             | 4,1      | 14,1         | 3,4  | 1,7                                    |  |
| 2008 3° trim.                     | 117,2                                       | 8,4    | 6,7                      | 4,2  | 5,4            | 2,3                  | 4,2             | 2,7             | 4,4      | 21,5         | 4,8  | -                                      |  |
| 4° trim.                          | 113,7                                       | 3,4    | 0,7                      | 2,4  | 2,6            | 2,5                  | 2,0             | 2,6             | 1,9      | 6,7          | 3,0  | 0,6 <sup>5)</sup>                      |  |
| 2009 1° trim.                     | 109,8                                       | -2,0   | -4,3                     | -1,1   | -2,7           | 1,8                  | -1,0            | 1,9             | -1,4     | -4,1         | 2,3  | -                                      |  |
| 2° trim.                          | 108,3                                       | -5,7   | -6,8                     | -3,0   | -5,7           | 0,6                  | -2,0            | 1,5             | -2,5     | -13,2        | -0,5 | -                                      |  |
| 3° trim.                          | 108,0                                       | -7,9   | -7,4                     | -4,2   | -7,4           | -0,2                 | -2,6            | 1,0             | -3,1     | -18,1        | -    | -                                      |  |
| 2009 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.                              | 108,3                                       | -7,5   | -7,0                     | -4,2   | -7,4           | -0,2                 | -2,6            | 1,1             | -3,1     | -16,7        | -    | -                                      |  |
| set.                              | 107,9                                       | -7,7   | -6,9                     | -4,3   | -7,3           | -0,5                 | -2,7            | 0,7             | -3,2     | -17,6        | -    | -                                      |  |

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL<sup>1)</sup>

| in perc. del totale | Prezzo del petrolio <sup>6)</sup> (euro per barile) | Prezzi delle materie prime non energetiche        |            |                |  |            |                | Deflatori del PIL                          |        |                 |                 |                    |                          |                            |                            |    |
|---------------------|---|---|------------|----------------|--|------------|----------------|--|--------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----|
|                     |   | Ponderati in base alle importazioni <sup>7)</sup> |            |                | Ponderati in base all'utilizzo <sup>8)</sup> |            |                | Totale (indice destagionalizzato 2000=100) | Totale | Domanda interna |                 |                    |                          | Esportazioni <sup>9)</sup> | Importazioni <sup>9)</sup> |    |
|                     |   | Totale  | Alimentari | Non alimentari | Totale                                       | Alimentari | Non alimentari |  |        | Totale          | Consumi privati | Consumi collettivi | Investimenti fissi lordi |                            |                            |    |
|                     |   | 100,0   | 35,0       | 65,0           | 100,0  | 44,3       | 55,7           |  |        |                 |                 |                    |                          |                            |                            |    |
|                     |   | 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                        |    |
| 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                        |    |
| 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                        |    |
| 2008                | 65,9  | 2,0   | 18,2       | -4,3           | -1,7   | 9,6        | -8,5           | 119,1                                      | 2,3    | 2,8             | 2,9             | 2,9                | 2,2                      | 2,5                        | 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                        |    |
| 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                        |    |
| 4° trim.            | 43,5  | -10,1   | -7,8       | -11,2          | -14,6  | -13,1      | -15,8          | 120,0                                      | 2,4    | 2,1             | 2,0             | 2,2                | 1,7                      | 1,4                        | 0,6                        |    |
| 2009 1° trim.       | 35,1  | -29,2   | -15,0      | -36,0          | -28,7  | -17,7      | -36,8          | 120,1                                      | 1,9    | 1,1             | 0,5             | 2,7                | 0,6                      | -2,5                       | -4,5                       |    |
| 2° trim.            | 43,8  | -24,5   | -11,2      | -31,0          | -22,5  | -10,0      | -31,4          | 120,1                                      | 1,1    | 0,0             | -0,4            | 1,6                | -0,7                     | -4,0                       | -6,8                       |    |
| 2009 mag.           | 42,8  | -24,5   | -8,4       | -32,1          | -22,0  | -6,8       | -32,6          | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |
| giu.                | 49,5  | -23,6   | -13,3      | -28,8          | -21,9  | -12,3      | -28,9          | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |
| lug.                | 46,5  | -22,9   | -15,3      | -26,6          | -21,6  | -14,3      | -26,8          | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |
| ago.                | 51,1  | -16,2   | -10,3      | -19,1          | -17,5  | -16,0      | -18,7          | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |
| set.                | 46,9  | -16,8   | -11,2      | -19,4          | -17,3  | -15,3      | -18,7          | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |
| ott.                | 49,8  | -6,1  | -0,7       | -8,5           | -8,1   | -10,4      | -6,6           | -  | -      | -               | -               | -                  | -                        | -                          | -                          |    |

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 cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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 cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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 lavoro<sup>1)</sup>**

(dati destagionalizzati)

|  | Totale<br>(indice<br>2000 = 100) | Totale | Per settore di attività                            |  |             |   |  | Amministrazioni<br>pubbliche,<br>istruzione,<br>sanità<br>e altri servizi |
|--|----------------------------------|--------|--|--|-------------|---|--|---|
|  |                                  |        | Agricoltura,<br>caccia,<br>silvicoltura<br>e pesca | Settore<br>manifatturiero,<br>estrattivo<br>e dei beni<br>energetici | Costruzioni | Commercio<br>e servizi<br>di riparazione,<br>alberghieri,<br>di ristorazione,<br>di trasporto<br>e di comunicazione | Servizi<br>finanziari,<br>immobiliari,<br>di locazione<br>e alle imprese |   |
|  | 1                                | 2      | 3  | 4  | 5           | 6   | 7  | 8   |
| Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>2)</sup> |                                  |        |  |  |             |   |  |   |
| 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 lavoro <sup>3)</sup>                |                                  |        |  |  |             |   |  |   |
| 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<sup>1), 4)</sup>**

|                                   | Totale<br>(indice dest.)<br>2008 = 100) | Totale | Per componente    |  | Per settore di attività   |             |         | Per memoria:<br>indicatore<br>dei salari<br>contrattuali <sup>5)</sup> |
|-----------------------------------|---|--------|-------------------|--|---|-------------|---------|--|
|                                   |   |        | Salari e stipendi | Contributi sociali<br>dei datori di lavoro | Settore<br>manifatturiero,<br>estrattivo<br>e dei beni energetici | Costruzioni | Servizi |  |
| in perc. del totale <sup>6)</sup> | 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 cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

6) Nel 2008.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda<sup>1)</sup>

|   | PIL     |                 |                 |                    |                          |                                       |                                    |                            |                            |
|---|---------|-----------------|-----------------|--------------------|--------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|----------------------------|----------------------------|
|   | Totale  | Domanda interna |                 |                    |                          |                                       | Bilancia commerciale <sup>2)</sup> |                            |                            |
|   |         | Totale          | Consumi privati | Consumi collettivi | Investimenti fissi lordi | Variazione delle scorte <sup>3)</sup> | Totale                             | Esportazioni <sup>2)</sup> | Importazioni <sup>2)</sup> |
| 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            | 56,5            | 20,4               | 21,6                     | 0,4                                   | 1,0                                | -                          | -                          |
| <i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>4)</sup>)</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.   | -0,3    | -0,6            | -0,2            | 0,2                | -0,3                     | -0,2                                  | 0,2                                | -                          | -                          |
| 3° trim.  | -0,4    | 0,1             | 0,0             | 0,1                | -0,3                     | 0,4                                   | -0,5                               | -                          | -                          |
| 4° trim.  | -1,8    | -0,7            | -0,3            | 0,1                | -0,8                     | 0,2                                   | -1,1                               | -                          | -                          |
| 2009 1° trim.   | -2,5    | -2,0            | -0,3            | 0,1                | -1,1                     | -0,6                                  | -0,5                               | -                          | -                          |
| 2° trim.  | -0,2    | -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 nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.

3) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

4) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il numero di giornate lavorative.

**5.2 Produzione e domanda**
**2. Valore aggiunto per branca di attività economica<sup>1)</sup>**

|   | Valore aggiunto lordo (a prezzi base) |  |   |             |   |   |   | Imposte<br>meno sussidi<br>alla produzione |
|---|---------------------------------------|--|---|-------------|---|---|---|--|
|   | Totale                                | Agricoltura,<br>silvicoltura,<br>caccia<br>e pesca | Industria mineraria,<br>manifatturiera<br>ed energetica | Costruzioni | Commercio<br>e servizi<br>di riparazione,<br>alberghieri,<br>di ristorazione,<br>di trasporto<br>e di comunicazione | Servizi<br>finanziari,<br>immobiliari,<br>di noleggio<br>e alle imprese | Amministrazioni<br>pubbliche,<br>istruzione,<br>sanità<br>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 destagionalizzati<sup>2)</sup>)</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 il numero delle giornate lavorative.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale<sup>1)</sup>

|   | Totale                            |                                  | Industria escluse le costruzioni |  |        |                |                     |                 |          |              |       | Costruzioni |                 |
|---|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|--|--------|----------------|---------------------|-----------------|----------|--------------|-------|-------------|-----------------|
|   | in perc. del totale <sup>2)</sup> | 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                               | 108,2                            | 3,7                              | 4,1  | 4,3    | 3,7            | 6,7                 | 2,3             | 1,3      | 2,5          | -0,9  | 1,1         |                 |
| 2008  | -2,3                              | 106,3                            | -1,7                             | -1,9   | -1,9   | -3,4           | -0,2                | -2,0            | -5,7     | -1,4         | 0,3   | -4,7        |                 |
| 2008 3° trim.   | -2,2                              | 107,3                            | -1,5                             | -1,5   | -1,6   | -2,2           | -0,6                | -2,2            | -7,3     | -1,4         | -0,2  | -4,9        |                 |
| 4° trim.  | -8,9                              | 98,7                             | -9,0                             | -9,3   | -9,5   | -13,4          | -8,6                | -4,7            | -11,8    | -3,5         | -4,2  | -8,4        |                 |
| 2009 1° trim.   | -17,0                             | 90,2                             | -18,5                            | -20,2  | -20,7  | -25,3          | -23,9               | -7,4            | -19,9    | -5,4         | -4,5  | -10,4       |                 |
| 2° trim.  | -16,7                             | 89,2                             | -18,6                            | -19,5  | -20,0  | -24,1          | -24,3               | -6,1            | -21,5    | -3,4         | -8,7  | -7,5        |                 |
| 2009 mar.   | -17,6                             | 88,7                             | -19,4                            | -20,4  | -20,9  | -26,1          | -23,3               | -7,6            | -20,7    | -5,4         | -10,2 | -8,5        |                 |
| apr.  | -18,7                             | 88,3                             | -21,4                            | -22,1  | -22,7  | -27,0          | -27,5               | -7,5            | -20,9    | -5,2         | -12,4 | -5,8        |                 |
| mag.  | -16,1                             | 89,2                             | -17,7                            | -18,7  | -18,9  | -23,1          | -23,1               | -5,4            | -19,9    | -2,8         | -7,6  | -8,6        |                 |
| giu.  | -15,2                             | 90,0                             | -16,7                            | -17,9  | -18,5  | -22,1          | -22,4               | -5,3            | -23,5    | -2,4         | -5,7  | -8,0        |                 |
| lug.  | -15,5                             | 90,2                             | -15,9                            | -17,0  | -17,8  | -19,9          | -23,6               | -4,1            | -20,7    | -1,5         | -5,6  | -9,8        |                 |
| ago.  | -14,7                             | 91,2                             | -15,2                            | -16,4  | -16,3  | -18,9          | -22,5               | -5,8            | -19,2    | -4,3         | -5,9  | -10,4       |                 |
| <i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i> |                                   |                                  |                                  |  |        |                |                     |                 |          |              |       |             |                 |
| 2009 mar.   | -0,9                              | -                                | -0,4                             | -1,0   | -0,8   | -1,0           | 0,2                 | -0,9            | -2,6     | -0,5         | -3,9  | 0,5         |                 |
| apr.  | -1,2                              | -                                | -0,5                             | -0,9   | -1,4   | -0,1           | -1,6                | 0,3             | 0,9      | 0,3          | -1,4  | 0,0         |                 |
| mag.  | 0,2                               | -                                | 1,1                              | 0,4  | 0,9    | 1,5            | 1,0                 | 0,3             | -2,0     | 0,7          | 1,7   | -2,0        |                 |
| giu.  | -0,3                              | -                                | 0,9                              | -0,3   | -0,4   | 0,6            | 0,0                 | -0,2            | -3,4     | 0,1          | 2,2   | -0,3        |                 |
| lug.  | -0,9                              | -                                | 0,2                              | -0,2   | -0,4   | 1,4            | -1,6                | 0,4             | 0,7      | 0,3          | 0,1   | -1,4        |                 |
| ago.  | -0,1                              | -                                | 1,1                              | 0,0  | 0,6    | 0,8            | 1,0                 | -0,6            | 5,9      | -1,3         | 0,6   | -0,1        |                 |

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture<sup>1)</sup>

|   | Nuovi ordinativi nell'industria                            |        | Fatturato nell'industria                     |        | Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli |                            |        |                               |                               |                  |      | Immatricolazioni di nuove autovetture |        |
|---|--|--------|--|--------|---|----------------------------|--------|-------------------------------|-------------------------------|------------------|------|---------------------------------------|--------|
|   | Industria manifatturiera <sup>3)</sup> (a prezzi correnti) |        | Industria manifatturiera (a prezzi correnti) |        | A prezzi correnti                                       | Prezzi costanti            |        |                               |                               |                  |      | Migliaia (dest.) <sup>4)</sup>        | 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 |      |                                       |        |
| 1   | 2  | 3      | 4  | 5      | 6   | 7                          | 8      | 9                             | 10                            | 11               | 12   | 13                                    |        |
| 2006  | 110,7  | 10,3   | 108,3  | 8,0    | 3,4   | 102,4                      | 2,5    | 1,1                           | 3,6                           | 3,1              | 5,3  | 978                                   | 3,3    |
| 2007  | 120,0  | 8,7    | 115,0  | 6,5    | 2,8   | 104,1                      | 1,6    | 0,1                           | 2,7                           | 3,5              | 2,4  | 970                                   | -0,9   |
| 2008  | 113,3  | -5,2   | 116,9  | 1,9    | 1,7   | 103,3                      | -0,8   | -1,7                          | -0,2                          | -1,6             | -1,9 | 893                                   | -7,9   |
| 2008 4° trim.   | 94,2   | -22,4  | 107,1  | -7,5   | -0,3  | 102,4                      | -1,8   | -2,2                          | -1,4                          | -3,1             | -2,7 | 827                                   | -18,5  |
| 2009 1° trim.   | 83,5   | -31,7  | 95,1   | -21,6  | -2,6  | 101,8                      | -2,6   | -3,6                          | -1,8                          | -0,4             | -6,1 | 834                                   | -12,6  |
| 2° trim.  | 84,6   | -30,4  | 94,1   | -23,2  | -2,7  | 101,5                      | -1,7   | -1,4                          | -1,9                          | -2,0             | -5,3 | 936                                   | 4,0    |
| 3° trim.  | .  | .      | .  | .      | .   | .                          | .      | .                             | .                             | .                | .    | 949                                   | 7,7    |
| 2009 apr.   | 83,2   | -35,2  | 94,2   | -25,9  | -1,8  | 101,8                      | -1,2   | -0,7                          | -1,7                          | -0,1             | -5,4 | 898                                   | -3,7   |
| mag.  | 83,5   | -30,3  | 94,5   | -23,4  | -3,5  | 101,3                      | -2,4   | -2,2                          | -2,6                          | -4,4             | -6,0 | 945                                   | 5,7    |
| giu.  | 87,0   | -25,7  | 93,7   | -20,4  | -2,7  | 101,3                      | -1,6   | -1,5                          | -1,4                          | -1,5             | -4,6 | 965                                   | 10,0   |
| lug.  | 89,6   | -24,9  | 95,0   | -20,7  | -2,9  | 101,1                      | -1,5   | -1,6                          | -1,6                          | 0,4              | -3,3 | 946                                   | 6,9    |
| ago.  | 91,3   | -23,3  | 97,7   | -17,9  | -3,2  | 101,0                      | -1,7   | -0,6                          | -2,6                          | -3,9             | -2,9 | 955                                   | 5,9    |
| set.  | .  | .      | .  | .      | .   | .                          | .      | .                             | .                             | .                | .    | 947                                   | 10,1   |
| <i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i> |  |        |  |        |   |                            |        |                               |                               |                  |      |                                       |        |
| 2009 mag.   | -  | 0,5    | -  | 0,3    | -0,6  | -                          | -0,5   | -0,6                          | -0,4                          | -0,6             | -0,5 | -                                     | 5,2    |
| giu.  | -  | 4,2    | -  | -0,9   | -0,1  | -                          | -0,1   | -0,3                          | 0,0                           | 0,5              | 0,2  | -                                     | 2,1    |
| lug.  | -  | 3,0    | -  | 1,4    | -0,3  | -                          | -0,2   | -0,4                          | -0,2                          | 1,0              | 0,2  | -                                     | -2,0   |
| ago.  | -  | 1,9    | -  | 2,8    | 0,0   | -                          | -0,1   | 0,7                           | -0,4                          | -2,3             | -0,2 | -                                     | 1,0    |
| set.  | -  | .      | -  | .      | .   | -                          | .      | .                             | .                             | .                | .    | -                                     | -0,9   |

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**

 (saldi percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

|               | Indice del clima economico <sup>2)</sup><br>(media di lungo periodo = 100) | Industria manifatturiera |               |                           |                           | Capacità utilizzata <sup>3)</sup><br>(in perc.) | Clima di fiducia delle famiglie |   |   |  |  |
|---------------|--|--------------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|---|---------------------------------|---|---|--|--|
|               |  | Clima di fiducia         |               |                           |                           |   | Totale <sup>4)</sup>            | 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 <sup>4)</sup>     | 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                       | 70,0  | -28                             | -9  | -34                                       | 59   | -11  |
| 3° trim.      | 79,9   | -26                      | -58           | 12                        | -9                        | 70,1  | -21                             | -5  | -20                                       | 51   | -9   |
| 2009 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                       | 69,6  | -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  |
| ott.          | 86,2   | -21                      | -53           | 9                         | -1                        | 70,7  | -18                             | -3  | -12                                       | 48   | -8   |

|               | Clima di fiducia nel settore delle costruzioni |               |                            | Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio |                     |                      |                   | Indice di fiducia nel settore dei servizi |                  |                          |                             |
|---------------|--|---------------|----------------------------|---|---------------------|----------------------|-------------------|---|------------------|--------------------------|-----------------------------|
|               | Totale <sup>4)</sup>                           | Ordini totali | Aspettative di occupazione | Totale <sup>4)</sup>                                    | Situazione corrente | Livello delle scorte | Situazione attesa | Totale <sup>4)</sup>                      | 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                      | -5                          |
| 2009 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.          | -30  | -42           | -19                        | -15   | -21                 | 11                   | -14               | -9  | -15              | -10                      | -2                          |
| ott.          | -29  | -42           | -16                        | -15   | -25                 | 10                   | -12               | -7  | -10              | -9                       | 0                           |

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> | 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 <sup>3)</sup> |                                |         |                                | Per genere <sup>4)</sup> |                                |         |                                |
|-----------------------------------|---------|--------------------------------|-----------------------|--------------------------------|---------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|---------|--------------------------------|
|                                   | 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 <sup>2)</sup> | 100,0   |                                | 77,9                  |                                | 22,1    |                                | 50,4                     |                                | 49,6    |                                |
|                                   | 1       | 2                              | 3                     | 4                              | 5       | 6                              | 7                        | 8                              | 9       | 10                             |
| 2005                              | 13,716  | 9,0                            | 10,674                | 7,9                            | 3,042   | 17,5                           | 6,916                    | 8,1                            | 6,800   | 10,0                           |
| 2006                              | 12,878  | 8,3                            | 10,053                | 7,3                            | 2,825   | 16,4                           | 6,388                    | 7,5                            | 6,490   | 9,4                            |
| 2007                              | 11,662  | 7,5                            | 9,114                 | 6,6                            | 2,548   | 14,9                           | 5,733                    | 6,7                            | 5,929   | 8,5                            |
| 2008                              | 11,893  | 7,6                            | 9,270                 | 6,6                            | 2,623   | 15,4                           | 5,998                    | 6,9                            | 5,896   | 8,3                            |
| 2008 3° trim.                     | 11,964  | 7,6                            | 9,321                 | 6,6                            | 2,643   | 15,5                           | 6,076                    | 7,0                            | 5,888   | 8,3                            |
| 4° trim.                          | 12,659  | 8,0                            | 9,853                 | 7,0                            | 2,806   | 16,6                           | 6,547                    | 7,6                            | 6,113   | 8,6                            |
| 2009 1° trim.                     | 13,852  | 8,8                            | 10,769                | 7,6                            | 3,083   | 18,3                           | 7,317                    | 8,5                            | 6,535   | 9,2                            |
| 2° trim.                          | 14,679  | 9,3                            | 11,450                | 8,1                            | 3,228   | 19,3                           | 7,861                    | 9,1                            | 6,818   | 9,5                            |
| 3° trim.                          | 15,150  | 9,6                            | 11,851                | 8,4                            | 3,299   | 20,0                           | 8,166                    | 9,5                            | 6,984   | 9,7                            |
| 2009 apr.                         | 14,507  | 9,2                            | 11,305                | 8,0                            | 3,202   | 19,1                           | 7,747                    | 9,0                            | 6,760   | 9,4                            |
| mag.                              | 14,691  | 9,3                            | 11,452                | 8,1                            | 3,239   | 19,3                           | 7,872                    | 9,1                            | 6,819   | 9,5                            |
| giu.                              | 14,839  | 9,4                            | 11,594                | 8,2                            | 3,245   | 19,5                           | 7,964                    | 9,2                            | 6,874   | 9,6                            |
| lug.                              | 14,988  | 9,5                            | 11,720                | 8,3                            | 3,268   | 19,8                           | 8,071                    | 9,3                            | 6,917   | 9,6                            |
| ago.                              | 15,140  | 9,6                            | 11,843                | 8,4                            | 3,297   | 20,0                           | 8,156                    | 9,4                            | 6,984   | 9,7                            |
| set.                              | 15,323  | 9,7                            | 11,991                | 8,5                            | 3,333   | 20,1                           | 8,272                    | 9,6                            | 7,051   | 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 <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

|      | Totale | Entrate correnti |         |                  |                       |      |                   |                                 |                    |     |                           | Entrate in conto capitale |     | Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup> |
|------|--------|------------------|---------|------------------|-----------------------|------|-------------------|---------------------------------|--------------------|-----|---------------------------|---------------------------|-----|--|
|      |        | 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   | 45,4             | 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   | 44,0             | 11,3    | 8,7              | 2,5                   | 13,5 | 0,3               | 15,5                            | 8,2                | 4,5 | 2,1                       | 0,5                       | 0,4 | 40,7   |
| 2005 | 44,8   | 44,4             | 11,5    | 8,8              | 2,6                   | 13,7 | 0,3               | 15,4                            | 8,1                | 4,5 | 2,2                       | 0,5                       | 0,3 | 40,9   |
| 2006 | 45,3   | 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 | 41,6   |
| 2008 | 44,9   | 44,7             | 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 <sup>3)</sup> |                                    |      |
|------|--------|----------------|------------------------------|-------------------|-----------|------------------------|-------------------|---------|------------------------------------|--------------|---------------------------------|---|------------------------------------|------|
|      |        | 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                   | 22,3              | 1,8     | 0,5                                | 3,9          | 2,5                             | 1,5                                       | 0,1                                | 44,4 |
| 2005 | 47,4   | 43,5           | 10,4                         | 5,0               | 3,0       | 25,0                   | 22,3              | 1,7     | 0,5                                | 3,9          | 2,5                             | 1,4                                       | 0,0                                | 44,4 |
| 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                                | 43,8 |
| 2007 | 46,1   | 42,3           | 10,0                         | 5,0               | 3,0       | 24,4                   | 21,6              | 1,6     | 0,4                                | 3,8          | 2,6                             | 1,2                                       | 0,0                                | 43,1 |
| 2008 | 46,9   | 43,0           | 10,1                         | 5,1               | 3,0       | 24,8                   | 22,0              | 1,6     | 0,4                                | 3,9          | 2,5                             | 1,3                                       | 0,0                                | 43,9 |

## 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

|      | Disavanzo (-)/avanzo (+) |                          |                         |                        |   | Disavanzo (-)/avanzo (+) primario | Consumi pubblici <sup>4)</sup> |                              |                   |   |                           |  |                             |                              |
|------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|------------------------|---|-----------------------------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------|---|---------------------------|--|-----------------------------|------------------------------|
|      | 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) | Consumi pubblici collettivi | Consumi pubblici individuali |
|      |                          |                          |                         |                        |   |                                   |                                |                              |                   |   |                           |  |                             |                              |
| 2000 | -0,1                     | -0,5                     | -0,1                    | 0,1                    | 0,5                                     | 3,8                               | 19,7                           | 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                               | 19,8                           | 10,3                         | 4,8               | 4,9   | 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   | 1,8                       | 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 | -2,6                     | -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 | -0,6                     | -1,2                     | 0,0                     | 0,0                    | 0,5                                     | 2,4                               | 20,0                           | 10,0                         | 5,0               | 5,2   | 1,9                       | 2,1                                    | 7,9                         | 12,1                         |
| 2008 | -2,0                     | -2,0                     | -0,2                    | -0,2                   | 0,4                                     | 1,0                               | 20,4                           | 10,1                         | 5,1               | 5,3   | 1,9                       | 2,1                                    | 8,1                         | 12,3                         |

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

|      | 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  | -5,2 | 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  | -1,6 | 3,0  | -2,9 | 2,0  | -2,3 | -3,3 | -1,2 | 1,3 | -2,6 | 0,5  | -1,6 | -3,9 | -1,3 | -3,5 | 4,0 |
| 2007 | -0,2 | 0,2  | 0,3  | -3,7 | 1,9  | -2,7 | -1,5 | 3,4  | 3,7 | -2,2 | 0,2  | -0,6 | -2,6 | 0,0  | -1,9 | 5,2 |
| 2008 | -1,2 | 0,0  | -7,2 | -7,7 | -4,1 | -3,4 | -2,7 | 0,9  | 2,5 | -4,7 | 0,7  | -0,4 | -2,7 | -1,8 | -2,3 | 4,5 |

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 <sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup> |      |                           |               | Altri creditori <sup>3)</sup> |
|      |        |                             |          |                        |                        | Totale                            | IFM  | Altre imprese finanziarie | Altri settori |                               |
| 1    | 2      | 3                           | 4        | 5                      | 6                      | 7                                 | 8    | 9                         | 10            |                               |
| 1999 | 72,0   | 2,9                         | 14,5     | 4,3                    | 50,4                   | 48,7                              | 25,4 | 13,7                      | 9,7           | 23,3                          |
| 2000 | 69,2   | 2,7                         | 13,2     | 3,7                    | 49,6                   | 44,0                              | 22,1 | 12,3                      | 9,6           | 25,2                          |
| 2001 | 68,2   | 2,8                         | 12,4     | 4,0                    | 49,0                   | 41,8                              | 20,6 | 11,0                      | 10,2          | 26,4                          |
| 2002 | 68,0   | 2,7                         | 11,8     | 4,6                    | 48,9                   | 40,0                              | 19,4 | 10,6                      | 10,0          | 28,0                          |
| 2003 | 69,1   | 2,1                         | 12,4     | 5,0                    | 49,6                   | 39,3                              | 19,6 | 11,0                      | 8,6           | 29,8                          |
| 2004 | 69,5   | 2,2                         | 12,0     | 5,0                    | 50,3                   | 37,5                              | 18,5 | 10,7                      | 8,3           | 31,9                          |
| 2005 | 70,0   | 2,4                         | 11,8     | 4,7                    | 51,2                   | 35,5                              | 17,2 | 11,1                      | 7,1           | 34,6                          |
| 2006 | 68,2   | 2,4                         | 11,4     | 4,1                    | 50,2                   | 33,8                              | 17,4 | 9,4                       | 7,0           | 34,4                          |
| 2007 | 65,9   | 2,2                         | 10,8     | 4,2                    | 48,8                   | 32,1                              | 16,8 | 8,6                       | 6,7           | 33,9                          |
| 2008 | 69,3   | 2,3                         | 10,9     | 6,7                    | 49,4                   | 32,5                              | 17,2 | 8,2                       | 7,1           | 36,8                          |

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

|      | Totale | Emesso da <sup>4)</sup>  |                         |                        |   | 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 | Altre valute |
|      |        |                          |                         |                        |   |                        |              |                              |                  |                         |              |                                |              |
| 1999 | 72,0   | 60,5                     | 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         | 6,2                          | 13,4             | 27,8                    | 28,1         | 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         | 66,7                           | 1,5          |
| 2002 | 68,0   | 56,7                     | 6,2                     | 4,7                    | 0,4                                     | 7,6                    | 60,4         | 5,2                          | 15,5             | 25,3                    | 27,2         | 66,7                           | 1,3          |
| 2003 | 69,1   | 57,0                     | 6,5                     | 5,0                    | 0,6                                     | 7,8                    | 61,3         | 5,0                          | 14,9             | 26,0                    | 28,2         | 68,1                           | 0,9          |
| 2004 | 69,5   | 57,4                     | 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                    | 62,2         | 4,6                          | 14,8             | 25,6                    | 29,7         | 69,1                           | 1,0          |
| 2006 | 68,2   | 55,9                     | 6,5                     | 5,3                    | 0,5                                     | 7,4                    | 60,8         | 4,3                          | 14,4             | 24,0                    | 29,8         | 67,7                           | 0,6          |
| 2007 | 65,9   | 54,0                     | 6,2                     | 5,2                    | 0,5                                     | 7,4                    | 58,5         | 4,3                          | 14,2             | 22,7                    | 29,1         | 65,4                           | 0,5          |
| 2008 | 69,3   | 57,1                     | 6,6                     | 5,2                    | 0,4                                     | 10,2                   | 59,1         | 4,5                          | 17,8             | 22,2                    | 29,3         | 68,6                           | 0,7          |

### 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 | 92,1 | 68,0 | 27,6 | 100,0 | 43,0 | 66,4 | 105,8 | 69,1 | 6,1  | 70,2 | 51,8 | 63,9 | 63,6 | 27,0 | 34,2 | 41,8 |
| 2006 | 88,1 | 67,6 | 25,0 | 97,1  | 39,6 | 63,7 | 106,5 | 64,6 | 6,6  | 63,6 | 47,4 | 62,2 | 64,7 | 26,7 | 30,5 | 39,3 |
| 2007 | 84,2 | 65,0 | 25,1 | 95,6  | 36,1 | 63,8 | 103,5 | 58,3 | 6,6  | 62,0 | 45,5 | 59,5 | 63,6 | 23,3 | 29,3 | 35,2 |
| 2008 | 89,8 | 65,9 | 44,1 | 99,2  | 39,7 | 67,4 | 105,8 | 48,4 | 13,5 | 63,8 | 58,2 | 62,6 | 66,3 | 22,5 | 27,7 | 34,1 |

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.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

|      | Totale | Fonte della variazione   |  |  | Strumenti finanziari         |          |                        |                        | Detentori                         |      |                           | Altri creditori <sup>6)</sup> |
|------|--------|--------------------------|--|--|------------------------------|----------|------------------------|------------------------|-----------------------------------|------|---------------------------|-------------------------------|
|      |        | Fabbisogno <sup>2)</sup> | Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup> | Altre variazioni in volume <sup>4)</sup> | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli a breve termine | Titoli a lungo termine | Creditori nazionali <sup>5)</sup> | IFM  | Altre imprese finanziarie |                               |
|      | 1      | 2                        | 3                                      | 4  | 5                            | 6        | 7                      | 8                      | 9                                 | 10   | 11                        | 12                            |
| 2000 | 1,1    | 1,2                      | 0,0                                    | -0,1                                     | 0,0                          | -0,5     | -0,3                   | 1,9                    | -2,1                              | -2,0 | -0,6                      | 3,2                           |
| 2001 | 1,9    | 1,9                      | -0,1                                   | 0,1                                      | 0,2                          | -0,2     | 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                    | -0,4                              | -0,5 | -0,1                      | 2,5                           |
| 2003 | 3,1    | 3,3                      | -0,2                                   | 0,0                                      | -0,6                         | 0,9      | 0,6                    | 2,1                    | 0,5                               | 0,8  | 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 | 3,1    | 3,0                      | 0,0                                    | 0,0                                      | 0,3                          | 0,3      | -0,1                   | 2,6                    | -0,7                              | -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                               | 1,0  | -1,2                      | 1,5                           |
| 2007 | 1,1    | 1,1                      | 0,0                                    | 0,0                                      | -0,1                         | -0,1     | 0,3                    | 1,0                    | 0,0                               | 0,2  | -0,3                      | 1,1                           |
| 2008 | 5,2    | 5,1                      | 0,1                                    | 0,0                                      | 0,1                          | 0,4      | 2,6                    | 2,0                    | 1,3                               | 0,9  | -0,2                      | 3,8                           |

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

| Variazione del debito | Disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>7)</sup> | Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup> |  |                              |          |                       |                                   |             |                     |                          |                   |                            | Altro <sup>9)</sup> |      |
|-----------------------|--|---|--|------------------------------|----------|-----------------------|-----------------------------------|-------------|---------------------|--------------------------|-------------------|----------------------------|---------------------|------|
|                       |  | 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 <sup>10)</sup> | 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         | -0,3                | 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                  | 3,1                                    | -2,6                                    | 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                 | -0,2 |
| 2007                  | 1,1                                    | -0,6                                    | 0,5  | 0,6                          | 0,3      | 0,0                   | 0,3                               | 0,1         | -0,2                | 0,2                      | 0,0               | 0,0                        | 0,0                 | -0,1 |
| 2008                  | 5,2                                    | -2,0                                    | 3,2  | 3,1                          | 0,8      | 0,7                   | 0,7                               | 0,8         | -0,1                | 0,7                      | 0,1               | 0,0                        | 0,0                 | 0,0  |

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

|               | Totale | Entrate correnti |                   |                    |                           |                     |                           | Entrate in conto capitale |     | Per memoria:<br>pressione fiscale <sup>2)</sup> |
|---------------|--------|------------------|-------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|---------------------------|-----|---|
|               |        | 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 2° trim. | 45,8   | 44,3             | 11,9              | 12,7               | 15,7                      | 2,0                 | 1,4                       | 1,4                       | 1,2 | 41,4  |
| 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 | 40,7  |
| 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. | 42,0   | 41,5             | 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                       | 0,7                       | 0,3 | 43,9  |
| 2006 1° trim. | 42,4   | 41,9             | 10,2              | 13,4               | 15,1                      | 1,6                 | 0,8                       | 0,4                       | 0,3 | 38,9  |
| 2° trim.      | 45,5   | 45,0             | 12,4              | 13,5               | 15,1                      | 1,9                 | 1,3                       | 0,5                       | 0,3 | 41,2  |
| 3° trim.      | 43,7   | 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              | 13,5               | 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 | 44,6  |
| 2008 1° trim. | 42,2   | 41,9             | 10,6              | 12,9               | 14,8                      | 1,7                 | 1,0                       | 0,3                       | 0,2 | 38,6  |
| 2° trim.      | 45,1   | 44,7             | 12,8              | 12,8               | 15,0                      | 1,9                 | 1,5                       | 0,4                       | 0,3 | 40,9  |
| 3° trim.      | 43,1   | 42,7             | 11,8              | 12,4               | 15,1                      | 1,9                 | 0,8                       | 0,4                       | 0,3 | 39,5  |
| 4° trim.      | 48,8   | 48,3             | 13,6              | 13,6               | 16,2                      | 3,0                 | 1,0                       | 0,5                       | 0,3 | 43,6  |
| 2009 1° trim. | 42,2   | 42,0             | 10,5              | 12,4               | 15,5                      | 1,8                 | 1,0                       | 0,2                       | 0,2 | 38,7  |
| 2° trim.      | 44,6   | 44,0             | 11,7              | 12,5               | 15,6                      | 2,0                 | 1,4                       | 0,6                       | 0,5 | 40,3  |

### 2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali

|               | Totale | Spese correnti |                              |                   |           |                        |                   | Spese in conto capitale |              |                                 | Disavanzo (-)/<br>avanzo (+) | Disavanzo (-)/<br>avanzo (+)<br>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 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.      | 51,0   | 46,2           | 11,1                         | 5,7               | 3,1       | 26,4                   | 22,8              | 1,5                     | 4,8          | 3,3                             | 1,6                          | -1,9                                     | 1,2  |
| 2004 1° trim. | 46,4   | 43,0           | 10,3                         | 4,6               | 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                         | 4,8               | 3,3       | 24,7                   | 21,4              | 1,3                     | 3,4          | 2,3                             | 1,1                          | -1,8                                     | 1,5  |
| 3° trim.      | 46,1   | 42,7           | 9,9                          | 4,7               | 3,1       | 24,9                   | 21,5              | 1,3                     | 3,4          | 2,4                             | 1,0                          | -3,3                                     | -0,1 |
| 4° trim.      | 50,9   | 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                                     | -1,7 |
| 2° trim.      | 46,1   | 42,7           | 10,2                         | 4,9               | 3,2       | 24,4                   | 21,3              | 1,1                     | 3,4          | 2,3                             | 1,1                          | -1,7                                     | 1,5  |
| 3° trim.      | 45,8   | 42,3           | 9,9                          | 4,8               | 3,0       | 24,7                   | 21,3              | 1,2                     | 3,4          | 2,5                             | 1,0                          | -2,4                                     | 0,6  |
| 4° trim.      | 50,5   | 45,7           | 11,1                         | 5,8               | 2,7       | 26,1                   | 22,5              | 1,3                     | 4,8          | 3,1                             | 1,7                          | -1,5                                     | 1,3  |
| 2006 1° trim. | 45,3   | 42,1           | 10,0                         | 4,5               | 2,9       | 24,6                   | 21,1              | 1,2                     | 3,1          | 1,9                             | 1,2                          | -2,9                                     | 0,0  |
| 2° trim.      | 45,4   | 42,2           | 10,2                         | 4,9               | 3,1       | 24,0                   | 21,0              | 1,1                     | 3,2          | 2,3                             | 1,0                          | 0,0                                      | 3,1  |
| 3° trim.      | 45,3   | 41,9           | 9,8                          | 4,7               | 2,9       | 24,5                   | 21,1              | 1,2                     | 3,4          | 2,4                             | 1,0                          | -1,6                                     | 1,3  |
| 4° trim.      | 50,3   | 45,0           | 10,7                         | 5,7               | 2,7       | 25,9                   | 22,2              | 1,4                     | 5,3          | 3,2                             | 2,2                          | -1,0                                     | 1,7  |
| 2007 1° trim. | 44,3   | 41,2           | 9,8                          | 4,5               | 2,9       | 23,9                   | 20,5              | 1,2                     | 3,2          | 2,0                             | 1,2                          | -2,1                                     | 0,8  |
| 2° trim.      | 44,6   | 41,4           | 9,9                          | 4,8               | 3,2       | 23,5                   | 20,5              | 1,1                     | 3,2          | 2,3                             | 0,8                          | 1,2                                      | 4,3  |
| 3° trim.      | 44,6   | 41,2           | 9,6                          | 4,7               | 3,0       | 23,9                   | 20,7              | 1,2                     | 3,4          | 2,5                             | 0,9                          | -0,9                                     | 2,0  |
| 4° trim.      | 50,3   | 45,2           | 10,7                         | 5,8               | 2,8       | 26,0                   | 22,2              | 1,5                     | 5,1          | 3,4                             | 1,8                          | -0,6                                     | 2,2  |
| 2008 1° trim. | 44,7   | 41,5           | 9,8                          | 4,6               | 2,9       | 24,2                   | 20,5              | 1,2                     | 3,2          | 2,0                             | 1,2                          | -2,5                                     | 0,5  |
| 2° trim.      | 45,3   | 41,9           | 10,1                         | 4,9               | 3,1       | 23,7                   | 20,6              | 1,1                     | 3,4          | 2,3                             | 1,1                          | -0,2                                     | 3,0  |
| 3° trim.      | 45,4   | 41,9           | 9,7                          | 4,8               | 3,0       | 24,4                   | 21,2              | 1,2                     | 3,5          | 2,5                             | 1,1                          | -2,3                                     | 0,7  |
| 4° trim.      | 51,8   | 46,7           | 11,0                         | 6,1               | 2,8       | 26,9                   | 23,0              | 1,4                     | 5,1          | 3,4                             | 1,7                          | -3,0                                     | -0,2 |
| 2009 1° trim. | 48,3   | 44,9           | 10,6                         | 5,2               | 2,9       | 26,2                   | 22,3              | 1,3                     | 3,4          | 2,1                             | 1,2                          | -6,1                                     | -3,1 |
| 2° trim.      | 49,7   | 45,9           | 10,8                         | 5,5               | 3,2       | 26,4                   | 23,0              | 1,3                     | 3,9          | 2,6                             | 1,2                          | -5,1                                     | -2,0 |

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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>**

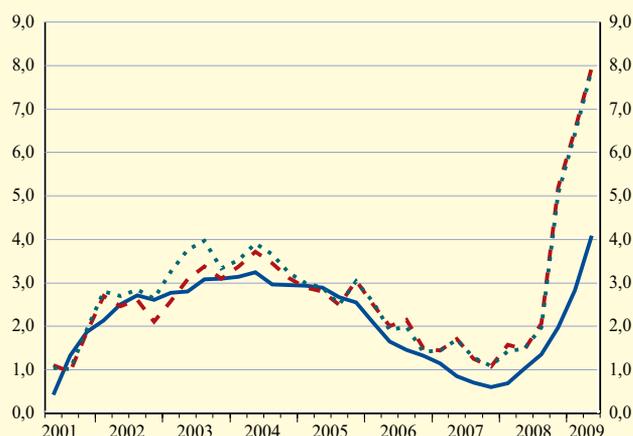
|               | Totale | Strumento finanziario        |          |                        |                        |
|---------------|--------|------------------------------|----------|------------------------|------------------------|
|               |        | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli a breve termine | Titoli a lungo termine |
|               | 1      | 2                            | 3        | 4                      | 5                      |
| 2006 3° trim. | 69,9   | 2,5                          | 11,6     | 4,7                    | 51,1                   |
| 4° trim.      | 68,2   | 2,4                          | 11,4     | 4,1                    | 50,2                   |
| 2007 1° trim. | 68,4   | 2,4                          | 11,5     | 4,7                    | 49,9                   |
| 2° trim.      | 68,6   | 2,2                          | 11,2     | 5,1                    | 50,2                   |
| 3° trim.      | 67,6   | 2,1                          | 11,0     | 5,1                    | 49,4                   |
| 4° trim.      | 65,9   | 2,2                          | 10,8     | 4,2                    | 48,8                   |
| 2008 1° trim. | 66,9   | 2,1                          | 11,1     | 5,0                    | 48,7                   |
| 2° trim.      | 67,2   | 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                          | 10,9     | 6,7                    | 49,4                   |
| 2009 1° trim. | 72,7   | 2,3                          | 11,0     | 7,9                    | 51,5                   |
| 2° trim.      | 75,8   | 2,3                          | 11,5     | 8,4                    | 53,5                   |

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

|               | Variazione del debito | Disavanzo (-) avanzo (+) | Raccordo disavanzo-debito |  |                              |          |        |   |       | Per memoria: fabbisogno |                                   |
|---------------|-----------------------|--------------------------|---------------------------|--|------------------------------|----------|--------|---|-------|-------------------------|-----------------------------------|
|               |                       |                          | Totale                    | Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche |                              |          |        | Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume | Altro |                         |                                   |
|               |                       |                          |                           | Totale   | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli |   |       |                         | Azioni e altri titoli di capitale |
|               | 1                     | 2                        | 3                         | 4  | 5                            | 6        | 7      | 8   | 9     | 10                      | 11                                |
| 2006 3° trim. | 1,2                   | -1,6                     | -0,4                      | -0,9   | -0,7                         | -0,2     | 0,2    | -0,2  | 0,3   | 0,2                     | 0,9                               |
| 4° trim.      | -2,9                  | -1,0                     | -3,9                      | -2,4   | -1,5                         | -0,5     | -0,2   | -0,2  | -0,2  | -1,3                    | -2,8                              |
| 2007 1° trim. | 4,4                   | -2,1                     | 2,3                       | 2,0  | 1,0                          | 0,0      | 0,6    | 0,2   | -0,7  | 1,0                     | 5,1                               |
| 2° trim.      | 4,2                   | 1,2                      | 5,3                       | 5,0  | 4,1                          | 0,0      | 0,6    | 0,4   | 0,6   | -0,3                    | 3,5                               |
| 3° trim.      | -0,6                  | -0,9                     | -1,5                      | -1,5   | -2,1                         | 0,1      | 0,4    | 0,0   | 0,1   | -0,1                    | -0,7                              |
| 4° trim.      | -3,4                  | -0,6                     | -3,9                      | -2,8   | -1,9                         | -0,2     | -0,6   | -0,2  | 0,0   | -1,0                    | -3,3                              |
| 2008 1° trim. | 6,3                   | -2,5                     | 3,8                       | 3,1  | 1,9                          | 0,0      | 0,9    | 0,3   | -0,1  | 0,7                     | 6,3                               |
| 2° trim.      | 3,7                   | -0,2                     | 3,5                       | 3,4  | 1,8                          | 0,3      | 1,1    | 0,1   | 0,0   | 0,0                     | 3,7                               |
| 3° trim.      | 1,9                   | -2,3                     | -0,5                      | -0,9   | -1,6                         | 0,0      | 0,1    | 0,6   | 0,5   | 0,0                     | 1,4                               |
| 4° trim.      | 8,9                   | -3,0                     | 5,9                       | 6,5  | 1,1                          | 2,6      | 0,8    | 2,0   | 0,1   | -0,7                    | 8,8                               |
| 2009 1° trim. | 11,9                  | -6,1                     | 5,8                       | 5,4  | 4,8                          | -0,1     | -0,2   | 0,9   | -0,3  | 0,7                     | 12,2                              |
| 2° trim.      | 9,3                   | -5,1                     | 4,2                       | 3,4  | 1,9                          | -0,8     | 1,0    | 1,2   | -0,2  | 1,0                     | 9,6                               |

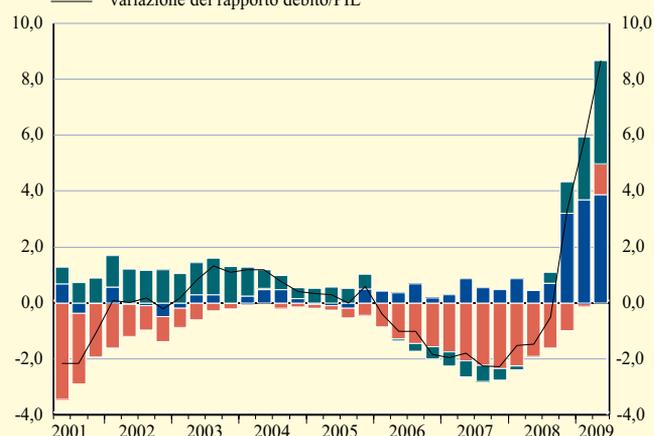
**F29 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito**  
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

— 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

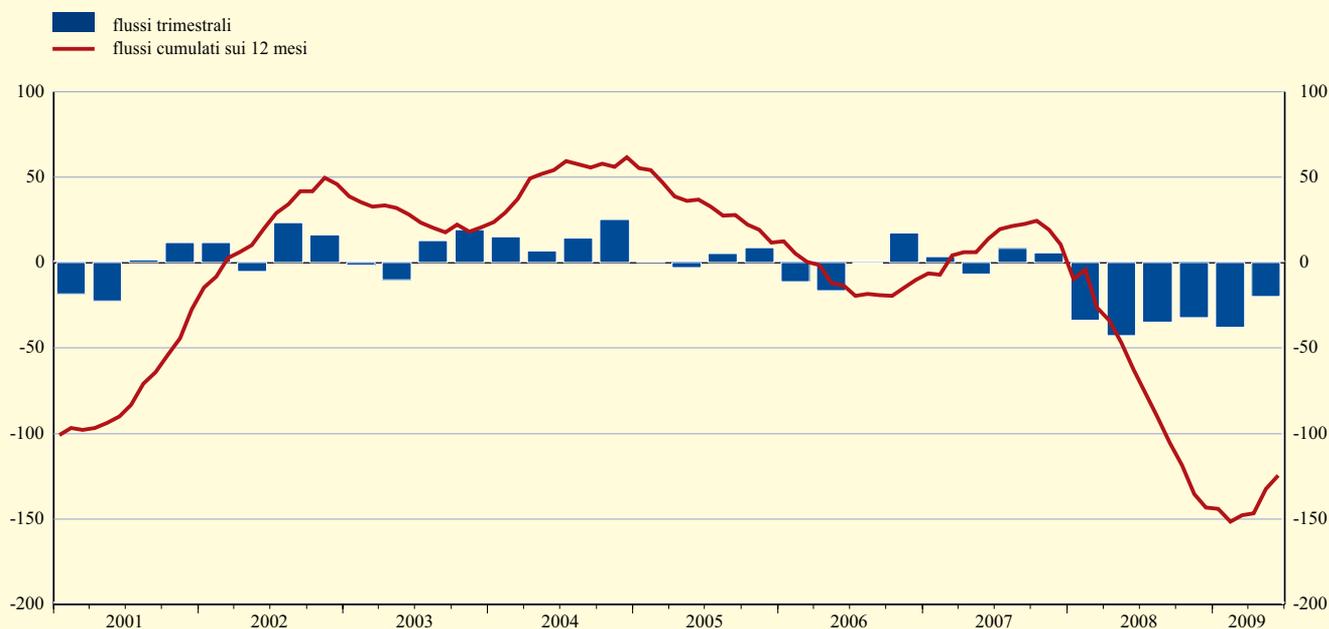
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(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                               | -10,2          | 10,7  | 41,6    | 17,3    | -79,8                  | 9,1            | -1,1   | -9,1              | -160,2               | 188,7                       | -0,6                          | -35,7              | -1,3               | 10,2              |
| 2007                               | 10,6           | 46,0  | 48,3    | 2,8     | -86,4                  | 5,0            | 15,7   | -1,2              | -72,9                | 151,3                       | -64,6                         | -9,9               | -5,1               | -14,4             |
| 2008                               | -143,3         | -11,4 | 40,6    | -74,4   | -98,1                  | 10,0           | -133,3   | 163,9             | -189,0               | 350,5                       | -65,7                         | 72,1               | -3,9               | -30,7             |
| 2008 2° trim.                      | -42,8          | 4,9   | 12,6    | -41,7   | -18,6                  | 2,0            | -40,8  | 33,9              | -44,8                | 14,8                        | -11,9                         | 75,9               | 0,0                | 6,8               |
| 3° trim.                           | -34,7          | -10,4 | 12,9    | -12,8   | -24,4                  | 1,7            | -32,9  | 58,3              | -23,6                | 114,7                       | -8,2                          | -26,1              | 1,6                | -25,4             |
| 4° trim.                           | -32,2          | -1,9  | 7,1     | -11,7   | -25,7                  | 1,7            | -30,5  | 41,5              | -61,1                | 152,7                       | -13,3                         | -36,1              | -0,5               | -11,0             |
| 2009 1° trim.                      | -38,0          | -7,7  | 0,5     | -2,3    | -28,4                  | 1,4            | -36,6  | 55,8              | -58,8                | 129,9                       | -5,3                          | -15,7              | 5,7                | -19,1             |
| 2° trim.                           | -19,8          | 12,5  | 7,4     | -24,7   | -15,0                  | 2,4            | -17,4  | 10,2              | -0,6                 | 98,1                        | 20,3                          | -105,3             | -2,4               | 7,3               |
| 2008 ago.                          | -15,4          | -7,8  | 4,8     | -4,2    | -8,2                   | 0,5            | -14,9  | 10,8              | -11,6                | 21,7                        | -10,2                         | 8,5                | 2,3                | 4,1               |
| set.                               | -11,0          | -2,5  | 4,0     | -4,4    | -8,0                   | 0,4            | -10,6  | 23,9              | -21,6                | 84,6                        | 3,3                           | -44,0              | 1,6                | -13,3             |
| ott.                               | -9,1           | 3,2   | 1,4     | -2,7    | -11,0                  | 0,2            | -9,0   | 12,8              | -4,8                 | 101,1                       | 0,6                           | -76,2              | -8,0               | -3,8              |
| nov.                               | -17,4          | -4,8  | 1,9     | -5,3    | -9,2                   | 1,6            | -15,8  | 12,7              | -53,5                | 50,2                        | -10,3                         | 26,7               | -0,4               | 3,2               |
| dic.                               | -5,7           | -0,2  | 3,8     | -3,8    | -5,5                   | -0,1           | -5,7   | 16,1              | -2,8                 | 1,4                         | -3,7                          | 13,4               | 7,9                | -10,3             |
| 2009 gen.                          | -24,0          | -10,6 | 0,2     | -3,2    | -10,4                  | 0,2            | -23,8  | 31,8              | -22,8                | -6,4                        | 3,4                           | 52,4               | 5,3                | -8,0              |
| feb.                               | -5,4           | -0,1  | 0,4     | 0,0     | -5,6                   | 0,5            | -4,9   | 11,2              | -11,7                | 67,3                        | -1,3                          | -44,3              | 1,2                | -6,3              |
| mar.                               | -8,6           | 3,0   | -0,2    | 0,9     | -12,3                  | 0,7            | -7,9   | 12,7              | -24,3                | 69,0                        | -7,3                          | -23,8              | -0,8               | -4,9              |
| apr.                               | -10,2          | 4,0   | 1,8     | -7,8    | -8,1                   | 1,9            | -8,2   | 16,1              | 4,8                  | 18,2                        | 8,9                           | -16,0              | 0,1                | -7,9              |
| mag.                               | -13,2          | 2,0   | 3,1     | -12,2   | -6,1                   | 0,2            | -13,0  | 5,3               | 6,0                  | 37,9                        | 9,2                           | -45,5              | -2,2               | 7,7               |
| giu.                               | 3,5            | 6,5   | 2,5     | -4,7    | -0,8                   | 0,2            | 3,8  | -11,2             | -11,4                | 42,0                        | 2,3                           | -43,8              | -0,4               | 7,5               |
| lug.                               | 10,1           | 12,6  | 4,4     | -0,4    | -6,6                   | 0,6            | 10,7   | -9,7              | 8,5                  | -3,0                        | 7,7                           | -19,9              | -3,0               | -1,0              |
| ago.                               | -4,2           | -0,6  | 2,7     | 1,7     | -8,0                   | 0,6            | -3,5   | 0,2               | 3,8                  | 53,4                        | -5,9                          | -51,4              | 0,2                | 3,4               |
| <i>flussi cumulati sui 12 mesi</i> |                |       |         |         |                        |                |  |                   |                      |                             |                               |                    |                    |                   |
| 2009 ago.                          | -95,1          | 12,4  | 25,9    | -41,9   | -91,6                  | 7,1            | -88,0  | 121,8             | -129,8               | 515,7                       | 6,7                           | -272,3             | 1,5                | -33,8             |

### 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

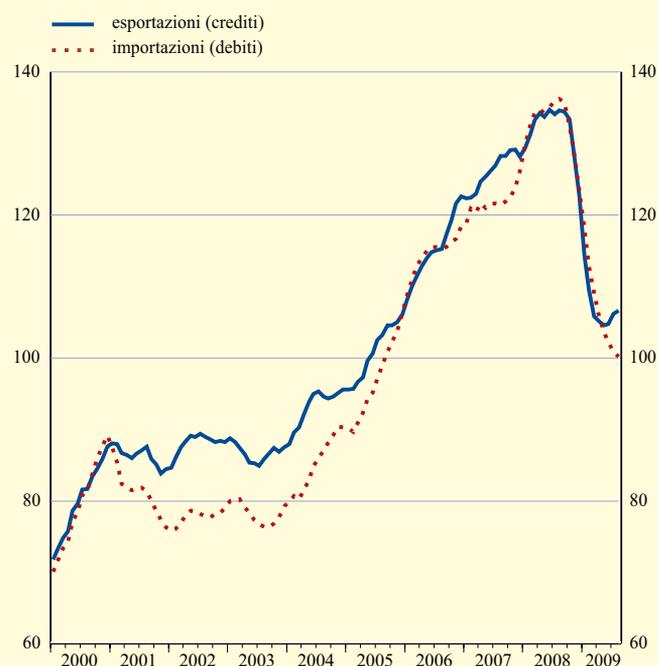
(miliardi di euro; transazioni)

### 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<br>dei<br>lavoratori | 11     | 12   | Rimesse<br>dei<br>lavoratori | 13     | 14 | 15 |
| 2006          | 2.429,1                | 2.439,3 | -10,2  | 1.396,4 | 1.385,7 | 441,2   | 399,6  | 499,9   | 482,7  | 91,6                   | 5,4                          | 171,4  | 17,4 | 23,8                         | 14,7   |    |    |
| 2007          | 2.697,0                | 2.686,3 | 10,6   | 1.516,5 | 1.470,5 | 491,8   | 443,5  | 597,4   | 594,7  | 91,3                   | 6,4                          | 177,7  | 20,6 | 25,7                         | 20,7   |    |    |
| 2008          | 2.744,9                | 2.888,1 | -143,3 | 1.581,0 | 1.592,4 | 509,9   | 469,2  | 565,1   | 639,6  | 88,8                   | 6,7                          | 186,9  | 21,4 | 24,2                         | 14,2   |    |    |
| 2008 2° trim. | 702,5                  | 745,3   | -42,8  | 407,7   | 402,8   | 127,4   | 114,8  | 145,4   | 187,1  | 22,0                   | 1,5                          | 40,6   | 5,3  | 6,4                          | 4,4    |    |    |
| 3° trim.      | 692,4                  | 727,0   | -34,7  | 403,0   | 413,4   | 137,2   | 124,2  | 138,2   | 150,9  | 14,0                   | 1,8                          | 38,4   | 5,4  | 4,9                          | 3,2    |    |    |
| 4° trim.      | 674,0                  | 706,2   | -32,2  | 379,5   | 381,3   | 128,0   | 120,9  | 139,6   | 151,3  | 27,0                   | 1,8                          | 52,7   | 5,6  | 5,3                          | 3,7    |    |    |
| 2009 1° trim. | 561,1                  | 599,1   | -38,0  | 307,8   | 315,6   | 108,8   | 108,3  | 118,8   | 121,1  | 25,7                   | 1,4                          | 54,1   | 5,0  | 4,1                          | 2,7    |    |    |
| 2° trim.      | 560,1                  | 579,9   | -19,8  | 312,3   | 299,7   | 113,3   | 106,0  | 113,7   | 138,4  | 20,8                   | 1,5                          | 35,8   | 5,4  | 4,8                          | 2,5    |    |    |
| 2009 giu.     | 195,3                  | 191,7   | 3,5    | 109,4   | 102,8   | 38,8    | 36,3   | 37,9    | 42,6   | 9,2                    | .                            | 10,0   | .    | 1,2                          | 1,0    |    |    |
| lug.          | 199,6                  | 189,5   | 10,1   | 117,3   | 104,8   | 42,7    | 38,3   | 35,2    | 35,6   | 4,3                    | .                            | 10,9   | .    | 1,4                          | 0,8    |    |    |
| ago.          | 172,8                  | 177,0   | -4,2   | 93,9    | 94,5    | 41,1    | 38,4   | 33,2    | 31,5   | 4,7                    | .                            | 12,6   | .    | 1,4                          | 0,7    |    |    |
|               | Dati destagionalizzati |         |        |         |         |         |        |         |        |                        |                              |        |      |                              |        |    |    |
| 2008 2° trim. | 700,6                  | 729,6   | -28,9  | 404,1   | 405,1   | 128,3   | 117,6  | 143,0   | 158,5  | 25,3                   | .                            | 48,4   | .    | .                            | .      |    |    |
| 3° trim.      | 692,1                  | 729,6   | -37,5  | 403,4   | 407,0   | 127,1   | 118,4  | 141,1   | 160,9  | 20,4                   | .                            | 43,3   | .    | .                            | .      |    |    |
| 4° trim.      | 650,5                  | 693,2   | -42,8  | 368,4   | 370,2   | 125,7   | 118,1  | 134,7   | 156,5  | 21,7                   | .                            | 48,4   | .    | .                            | .      |    |    |
| 2009 1° trim. | 581,5                  | 618,9   | -37,4  | 317,6   | 327,2   | 119,4   | 113,7  | 123,1   | 132,2  | 21,5                   | .                            | 45,8   | .    | .                            | .      |    |    |
| 2° trim.      | 564,7                  | 576,5   | -11,8  | 314,2   | 306,6   | 115,1   | 109,5  | 112,4   | 118,0  | 23,1                   | .                            | 42,4   | .    | .                            | .      |    |    |
| 2009 mar.     | 192,0                  | 201,4   | -9,3   | 105,5   | 106,4   | 39,3    | 37,7   | 40,0    | 41,6   | 7,2                    | .                            | 15,7   | .    | .                            | .      |    |    |
| apr.          | 187,7                  | 195,0   | -7,3   | 104,0   | 102,9   | 39,3    | 36,8   | 36,9    | 40,4   | 7,5                    | .                            | 14,8   | .    | .                            | .      |    |    |
| mag.          | 188,2                  | 191,5   | -3,3   | 104,0   | 101,8   | 38,8    | 36,3   | 38,5    | 39,2   | 6,9                    | .                            | 14,3   | .    | .                            | .      |    |    |
| giu.          | 188,8                  | 189,9   | -1,2   | 106,1   | 101,9   | 37,0    | 36,4   | 37,0    | 38,4   | 8,7                    | .                            | 13,3   | .    | .                            | .      |    |    |
| lug.          | 189,3                  | 184,4   | 4,9    | 108,4   | 99,0    | 38,1    | 35,0   | 36,2    | 37,6   | 6,6                    | .                            | 12,8   | .    | .                            | .      |    |    |
| ago.          | 185,9                  | 186,0   | -0,1   | 105,5   | 99,5    | 38,6    | 36,8   | 35,3    | 35,9   | 6,6                    | .                            | 13,8   | .    | .                            | .      |    |    |

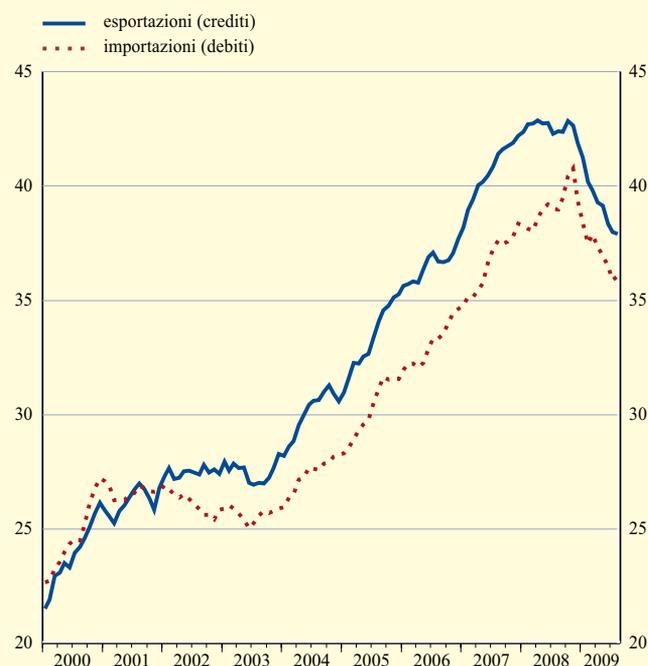
### F32 Conto dei beni

(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                          | Debiti | Crediti   | Debiti            | Crediti                     | Debiti | Crediti   | Debiti |                    |        |       |       |    |
| 1             | 2                            | 3      | 4                   | 5      | Utili reinvestiti                | 6      | 7         | Utili reinvestiti | 8                           | 9      | 10        | 11     | 12                 | 13     | 14    | 15    | 16 |
| 2006          | 17,4                         | 9,8    | 482,5               | 472,8  | 184,3                            | 40,3   | 114,5     | 37,5              | 20,6                        | 20,2   | 39,2      | 96,3   | 103,6              | 91,5   | 134,9 | 150,4 |    |
| 2007          | 18,8                         | 10,2   | 578,6               | 584,5  | 208,8                            | 72,7   | 139,1     | 46,1              | 26,4                        | 24,9   | 45,4      | 113,2  | 118,8              | 110,9  | 179,3 | 196,4 |    |
| 2008          | 19,1                         | 10,5   | 546,0               | 629,1  | 163,6                            | 30,5   | 153,8     | 58,2              | 30,3                        | 25,5   | 42,9      | 120,5  | 123,9              | 127,8  | 185,3 | 201,4 |    |
| 2008 2° trim. | 4,7                          | 2,6    | 140,7               | 184,4  | 42,9                             | 2,2    | 39,4      | 7,7               | 7,6                         | 6,9    | 14,5      | 56,6   | 30,4               | 31,3   | 45,3  | 50,3  |    |
| 3° trim.      | 4,6                          | 3,1    | 133,5               | 147,8  | 39,0                             | 10,7   | 37,7      | 20,3              | 7,1                         | 6,2    | 10,2      | 23,2   | 32,1               | 31,0   | 45,1  | 49,8  |    |
| 4° trim.      | 4,9                          | 2,7    | 134,7               | 148,6  | 38,4                             | 2,9    | 38,4      | 12,8              | 8,7                         | 6,4    | 8,3       | 20,2   | 30,8               | 33,6   | 48,4  | 50,0  |    |
| 2009 1° trim. | 4,7                          | 2,0    | 114,1               | 119,1  | 37,9                             | 12,1   | 28,4      | 17,2              | 5,5                         | 5,9    | 6,5       | 13,0   | 25,8               | 36,3   | 38,3  | 35,6  |    |
| 2° trim.      | 4,6                          | 2,7    | 109,1               | 135,7  | 35,9                             | 2,7    | 28,4      | 5,8               | 5,7                         | 5,8    | 8,7       | 36,5   | 24,2               | 35,5   | 34,5  | 29,6  |    |

### 3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

|                        | Totale  | Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro |           |        |             |                     |                     | Brasile | Canada | Cina   | India | Giappone | Russia | Svizzera | Stati Uniti | Altri |
|------------------------|---------|--|-----------|--------|-------------|---------------------|---------------------|---------|--------|--------|-------|----------|--------|----------|-------------|-------|
|                        |         | Totale   | Danimarca | Svezia | Regno Unito | Altri paesi dell'UE | Istituzioni dell'UE |         |        |        |       |          |        |          |             |       |
|                        |         |  |           |        |             |                     |                     |         |        |        |       |          |        |          |             |       |
| Credito                |         |  |           |        |             |                     |                     |         |        |        |       |          |        |          |             |       |
| <b>Conto corrente</b>  | 2.487,5 | 883,2  | 53,3      | 73,3   | 446,9       | 252,2               | 57,7                | 37,2    | 33,0   | 82,4   | 28,8  | 51,5     | 85,9   | 176,0    | 356,4       | 753,0 |
| Beni                   | 1.402,6 | 472,0  | 32,0      | 45,3   | 201,4       | 193,2               | 0,0                 | 20,4    | 17,1   | 64,1   | 21,6  | 30,7     | 64,7   | 87,4     | 172,3       | 452,3 |
| Servizi                | 487,2   | 162,0  | 11,8      | 12,6   | 104,6       | 27,5                | 5,4                 | 7,3     | 6,6    | 14,1   | 5,4   | 10,8     | 12,7   | 48,4     | 75,9        | 144,1 |
| Redditi                | 510,2   | 186,6  | 8,7       | 13,8   | 128,7       | 28,4                | 7,0                 | 9,3     | 8,6    | 3,9    | 1,7   | 9,7      | 8,1    | 33,5     | 101,9       | 147,0 |
| Redditi da capitale    | 491,4   | 180,1  | 8,6       | 13,7   | 127,0       | 27,7                | 3,1                 | 9,2     | 8,5    | 3,8    | 1,7   | 9,7      | 8,0    | 26,5     | 100,0       | 143,7 |
| Trasferimenti correnti | 87,5    | 62,7   | 0,7       | 1,5    | 12,1        | 3,1                 | 45,2                | 0,2     | 0,7    | 0,3    | 0,1   | 0,4      | 0,4    | 6,8      | 6,4         | 9,7   |
| <b>Conto capitale</b>  | 19,1    | 17,0   | 0,0       | 0,0    | 1,1         | 0,1                 | 15,7                | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0      | 0,1    | 0,4      | 0,5         | 1,1   |
| Debiti                 |         |  |           |        |             |                     |                     |         |        |        |       |          |        |          |             |       |
| <b>Conto corrente</b>  | 2.612,2 | 826,0  | 44,2      | 75,8   | 392,9       | 214,2               | 99,0                | -       | 28,5   | -      | -     | 91,5     | -      | 168,3    | 370,1       | -     |
| Beni                   | 1.410,1 | 387,2  | 28,4      | 42,2   | 152,3       | 164,3               | 0,0                 | 24,6    | 12,7   | 172,1  | 19,7  | 47,7     | 90,0   | 76,5     | 135,0       | 444,6 |
| Servizi                | 459,4   | 140,0  | 7,9       | 11,5   | 87,2        | 33,2                | 0,2                 | 5,4     | 6,2    | 11,0   | 4,5   | 7,9      | 8,5    | 38,3     | 99,8        | 137,9 |
| Redditi                | 561,8   | 189,3  | 7,0       | 21,0   | 141,3       | 12,1                | 7,9                 | -       | 7,9    | -      | -     | 35,3     | -      | 47,8     | 128,3       | -     |
| Redditi da capitale    | 551,2   | 183,1  | 6,9       | 20,9   | 139,7       | 7,6                 | 7,9                 | -       | 7,8    | -      | -     | 35,2     | -      | 47,2     | 127,4       | -     |
| Trasferimenti correnti | 181,0   | 109,7  | 0,9       | 1,1    | 12,1        | 4,6                 | 90,8                | 1,5     | 1,8    | 2,8    | 0,7   | 0,6      | 0,5    | 5,8      | 6,9         | 50,8  |
| <b>Conto capitale</b>  | 12,0    | 2,3  | 0,0       | 0,1    | 1,1         | 0,2                 | 0,9                 | 0,1     | 0,1    | 0,1    | 0,2   | 0,1      | 0,1    | 0,5      | 0,8         | 7,6   |
| Saldo                  |         |  |           |        |             |                     |                     |         |        |        |       |          |        |          |             |       |
| <b>Conto corrente</b>  | -124,7  | 57,2   | 9,1       | -2,5   | 53,9        | 38,0                | -41,3               | -       | 4,5    | -      | -     | -40,0    | -      | 7,7      | -13,6       | -     |
| Beni                   | -7,5    | 84,8   | 3,6       | 3,1    | 49,2        | 28,9                | 0,0                 | -4,2    | 4,4    | -108,0 | 1,9   | -17,1    | -25,3  | 10,9     | 37,3        | 7,7   |
| Servizi                | 27,8    | 22,0   | 3,9       | 1,2    | 17,4        | -5,7                | 5,2                 | 1,9     | 0,5    | 3,0    | 1,0   | 2,9      | 4,2    | 10,1     | -23,9       | 6,2   |
| Redditi                | -51,6   | -2,7   | 1,7       | -7,1   | -12,7       | 16,3                | -0,9                | -       | 0,7    | -      | -     | -25,6    | -      | -14,3    | -26,5       | -     |
| Redditi da capitale    | -59,9   | -3,0   | 1,7       | -7,2   | -12,7       | 20,1                | -4,8                | -       | 0,8    | -      | -     | -25,5    | -      | -20,7    | -27,4       | -     |
| Trasferimenti correnti | -93,4   | -47,0  | -0,2      | 0,3    | 0,0         | -1,5                | -45,6               | -1,2    | -1,1   | -2,5   | -0,6  | -0,2     | -0,1   | 1,0      | -0,6        | -41,1 |
| <b>Conto capitale</b>  | 7,2     | 14,7   | 0,0       | -0,1   | 0,0         | 0,0                 | 14,8                | -0,1    | -0,1   | -0,1   | -0,2  | -0,1     | 0,0    | -0,2     | -0,3        | -6,5  |

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 <sup>1)</sup> |           |          | 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                |
| <b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>           |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 10.838,5             | 11.554,1  | -715,6   | 133,1                   | 141,9     | -8,8  | 2.790,8              | 2.444,3   | 3.887,5                     | 5.057,8   | -21,4  | 3.861,5            | 4.052,0   | 320,1             |
| 2006  | 12.384,0             | 13.399,8  | -1.015,8 | 144,8                   | 156,7     | -11,9 | 3.153,4              | 2.729,4   | 4.372,1                     | 5.950,0   | -20,8  | 4.553,4            | 4.720,4   | 325,8             |
| 2007  | 13.906,9             | 15.155,8  | -1.248,9 | 154,5                   | 168,4     | -13,9 | 3.572,8              | 3.130,7   | 4.631,6                     | 6.556,5   | -26,0  | 5.381,3            | 5.468,6   | 347,2             |
| 2008  | 13.312,5             | 14.949,2  | -1.636,7 | 143,6                   | 161,3     | -17,7 | 3.744,4              | 3.217,0   | 3.763,9                     | 6.078,6   | -36,2  | 5.466,1            | 5.653,6   | 374,2             |
| 2009 1° trim.   | 13.110,5             | 14.763,2  | -1.652,8 | 142,6                   | 160,6     | -18,0 | 3.837,7              | 3.237,8   | 3.638,4                     | 6.015,7   | -50,7  | 5.289,4            | 5.509,8   | 395,7             |
| 2° trim.  | 13.248,6             | 14.820,6  | -1.572,0 | 145,7                   | 163,0     | -17,3 | 3.958,1              | 3.318,5   | 3.859,5                     | 6.300,3   | -57,9  | 5.107,3            | 5.201,8   | 381,5             |
| <b>Variazioni nelle consistenze</b>                               |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 2.209,7              | 2.070,3   | 139,3    | 27,1                    | 25,4      | 1,7   | 522,1                | 209,0     | 842,5                       | 1.012,3   | 16,0   | 790,0              | 849,1     | 39,1              |
| 2006  | 1.545,5              | 1.845,7   | -300,2   | 18,1                    | 21,6      | -3,5  | 362,6                | 285,1     | 484,6                       | 892,2     | 0,6  | 691,9              | 668,4     | -5,7              |
| 2007  | 1.522,9              | 1.756,0   | -233,1   | 16,9                    | 19,5      | -2,6  | 419,4                | 401,3     | 259,5                       | 606,5     | -5,2   | 827,9              | 748,1     | 21,4              |
| 2008  | -594,4               | -206,6    | -387,8   | -6,4                    | -2,2      | -4,2  | 171,7                | 86,3      | -867,7                      | -478,0    | -10,2  | 84,8               | 185,1     | 27,0              |
| 2009 1° trim.   | -202,0               | -186,0    | -16,1    | -9,2                    | -8,5      | -0,7  | 93,2                 | 20,7      | -125,5                      | -62,9     | -14,5  | -176,8             | -143,8    | 21,6              |
| 2° trim.  | 138,1                | 57,3      | 80,8     | 6,2                     | 2,6       | 3,6   | 120,5                | 80,7      | 221,1                       | 284,6     | -7,2   | -182,0             | -308,0    | -14,2             |
| <b>Transazioni</b>  |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 1.358,3              | 1.320,7   | 37,6     | 16,7                    | 16,2      | 0,5   | 358,4                | 152,4     | 416,2                       | 524,5     | 17,3   | 584,3              | 643,7     | -18,0             |
| 2006  | 1.728,3              | 1.719,1   | 9,1      | 20,2                    | 20,1      | 0,1   | 417,6                | 257,4     | 519,8                       | 708,5     | 0,6  | 788,9              | 753,2     | 1,3               |
| 2007  | 1.940,9              | 1.939,7   | 1,2      | 21,6                    | 21,6      | 0,0   | 481,2                | 408,3     | 436,7                       | 587,9     | 64,6   | 953,4              | 943,4     | 5,1               |
| 2008  | 480,6                | 644,5     | -163,9   | 5,2                     | 7,0       | -1,8  | 326,5                | 137,5     | -9,0                        | 341,5     | 65,7   | 93,4               | 165,5     | 3,9               |
| 2008 4° trim.   | -334,6               | -293,1    | -41,5    | -14,1                   | -12,4     | -1,8  | 46,8                 | -14,3     | -166,1                      | -13,4     | 13,3   | -229,2             | -265,3    | 0,5               |
| 2009 1° trim.   | -204,1               | -148,4    | -55,8    | -9,3                    | -6,8      | -2,5  | 100,1                | 41,3      | -71,2                       | 58,7      | 5,3  | -232,7             | -248,4    | -5,7              |
| 2° trim.  | -23,2                | -13,0     | -10,2    | -1,0                    | -0,6      | -0,5  | 92,8                 | 92,3      | 41,1                        | 139,2     | -20,3  | -139,2             | -244,5    | 2,4               |
| 2009 apr.   | 106,4                | 122,5     | -16,1    | .                       | .         | .     | 64,6                 | 69,4      | 4,4                         | 22,6      | -8,9   | 46,5               | 30,5      | -0,1              |
| mag.  | -124,2               | -118,8    | -5,3     | .                       | .         | .     | 13,0                 | 19,0      | 22,0                        | 59,8      | -9,2   | -152,2             | -197,7    | 2,2               |
| giu.  | -5,5                 | -16,7     | 11,2     | .                       | .         | .     | 15,2                 | 3,8       | 14,8                        | 56,8      | -2,3   | -33,5              | -77,3     | 0,4               |
| lug.  | -35,3                | -45,0     | 9,7      | .                       | .         | .     | 9,5                  | 18,0      | 6,5                         | 3,5       | -7,7   | -46,7              | -66,6     | 3,0               |
| ago.  | 26,7                 | 26,8      | -0,2     | .                       | .         | .     | 16,2                 | 20,0      | 30,9                        | 84,3      | 5,9  | -26,1              | -77,5     | -0,2              |
| <b>Altre variazioni</b>   |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 851,4                | 749,6     | 101,7    | 10,5                    | 9,2       | 1,2   | 163,7                | 56,5      | 426,3                       | 487,7     | -1,4   | 205,7              | 205,4     | 57,1              |
| 2006  | -182,7               | 126,6     | -309,3   | -2,1                    | 1,5       | -3,6  | -55,0                | 27,7      | -35,2                       | 183,7     | 0,0  | -97,0              | -84,8     | 4,4               |
| 2007  | -418,0               | -183,7    | -234,3   | -4,6                    | -2,0      | -2,6  | -61,8                | -7,0      | -177,2                      | 18,6      | -69,8  | -125,5             | -195,3    | 16,3              |
| 2008  | -1.075,0             | -851,1    | -223,9   | -11,6                   | -9,2      | -2,4  | -154,9               | -51,2     | -858,7                      | -819,5    | -75,9  | -8,6               | 19,6      | 23,1              |
| <b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b> |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 394,2                | 245,0     | 149,2    | 4,8                     | 3,0       | 1,8   | 89,8                 | 5,7       | 158,3                       | 101,4     | .  | 129,2              | 137,9     | 17,0              |
| 2006  | -343,3               | -227,3    | -116,0   | -4,0                    | -2,7      | -1,4  | -72,1                | -4,2      | -151,7                      | -99,9     | .  | -105,7             | -123,2    | -13,9             |
| 2007  | -533,1               | -293,0    | -240,1   | -5,9                    | -3,3      | -2,7  | -113,3               | -5,9      | -221,2                      | -107,5    | .  | -185,0             | -179,5    | -13,7             |
| 2008  | -43,6                | 64,7      | -108,2   | -0,5                    | 0,7       | -1,2  | -17,3                | -0,2      | -1,5                        | 47,4      | .  | -34,0              | 17,5      | 9,2               |
| <b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>          |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 284,5                | 430,3     | -145,8   | 3,5                     | 5,3       | -1,8  | 45,0                 | 40,8      | 199,0                       | 389,5     | -1,4   | .                  | .         | 41,9              |
| 2006  | 288,6                | 298,4     | -9,8     | 3,4                     | 3,5       | -0,1  | 45,4                 | 33,5      | 226,0                       | 264,9     | 0,0  | .                  | .         | 17,1              |
| 2007  | 82,4                 | 124,7     | -42,4    | 0,9                     | 1,4       | -0,5  | 46,5                 | 12,5      | 75,0                        | 112,2     | -69,8  | .                  | .         | 30,7              |
| 2008  | -1.013,8             | -1.102,1  | 88,3     | -10,9                   | -11,9     | 1,0   | -155,6               | -138,4    | -803,6                      | -963,7    | -75,9  | .                  | .         | 21,2              |
| <b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>                |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2005  | 172,7                | 74,3      | 98,3     | 2,1                     | 0,9       | 1,2   | 29,0                 | 10,0      | 69,0                        | -3,1      | .  | 76,5               | 67,4      | -1,8              |
| 2006  | -128,0               | 55,5      | -183,5   | -1,5                    | 0,6       | -2,1  | -28,3                | -1,6      | -109,6                      | 18,6      | .  | 8,7                | 38,4      | 1,2               |
| 2007  | 32,7                 | -15,4     | 48,1     | 0,4                     | -0,2      | 0,5   | 5,0                  | -13,6     | -31,0                       | 13,9      | .  | 59,5               | -15,7     | -0,8              |
| 2008  | -17,6                | 186,3     | -203,9   | -0,2                    | 2,0       | -2,2  | 18,0                 | 87,4      | -53,6                       | 96,8      | .  | 25,4               | 2,1       | -7,3              |
| <b>Tassi di crescita delle consistenze</b>                        |                      |           |          |                         |           |       |                      |           |                             |           |  |                    |           |                   |
| 2004  | 10,6                 | 8,8       | -        | -                       | -         | -     | 7,8                  | 4,2       | 12,8                        | 10,7      | .  | 12,0               | 9,5       | -4,1              |
| 2005  | 15,2                 | 13,4      | -        | -                       | -         | -     | 15,2                 | 6,8       | 13,1                        | 12,1      | .  | 18,5               | 19,5      | -5,9              |
| 2006  | 16,1                 | 14,8      | -        | -                       | -         | -     | 15,0                 | 10,5      | 13,6                        | 13,7      | .  | 20,5               | 18,7      | 0,3               |
| 2007  | 15,7                 | 14,4      | -        | -                       | -         | -     | 15,3                 | 14,9      | 10,0                        | 9,8       | .  | 21,0               | 20,0      | 1,6               |
| 2008 4° trim.   | 3,4                  | 4,3       | -        | -                       | -         | -     | 9,2                  | 4,4       | -0,5                        | 5,4       | .  | 1,7                | 3,1       | 1,1               |
| 2009 1° trim.   | -2,3                 | -0,8      | -        | -                       | -         | -     | 7,7                  | 2,8       | -4,4                        | 3,8       | .  | -7,8               | -7,5      | -1,8              |
| 2° trim.  | -3,1                 | -1,7      | -        | -                       | -         | -     | 9,3                  | 6,1       | -6,1                        | 3,8       | .  | -8,9               | -11,5     | -1,2              |

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

## 7.3 Conto finanziario

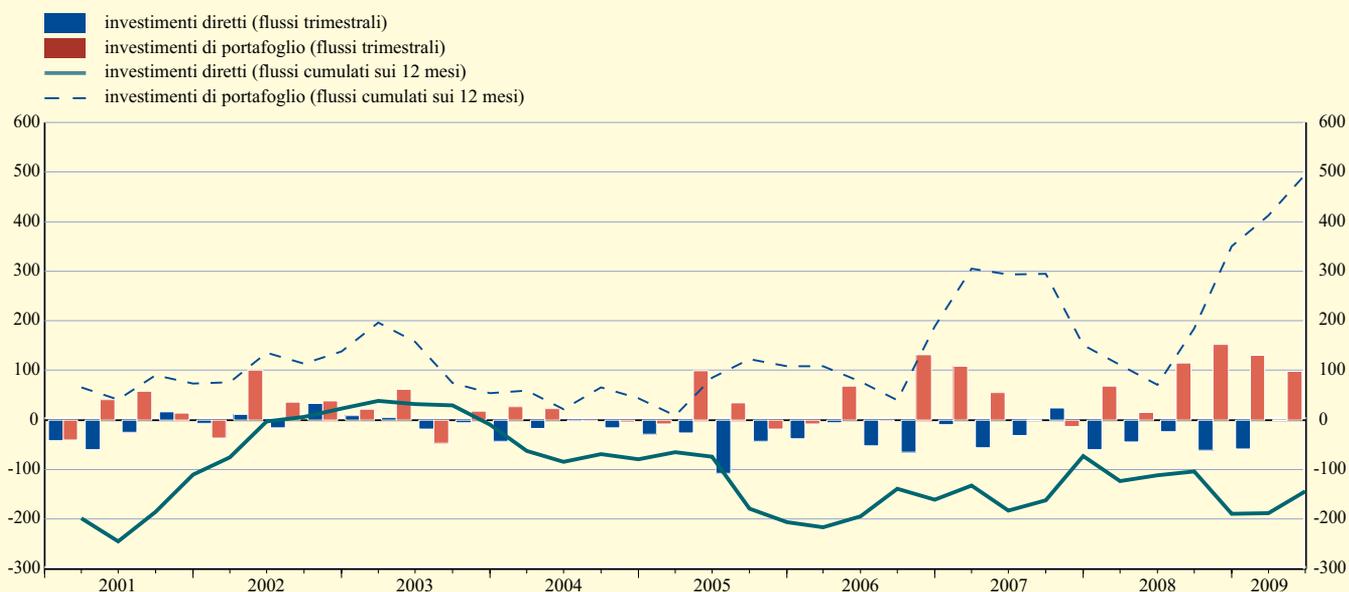
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

### 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) |                         |  |                            |         |   |       |                                      |         |  |      |         |   |      |         |
| 2007   | 3.572,8                 | 2.886,7  | 240,8                      | 2.645,9 | 686,1   | 6,4   | 679,7                                | 3.130,7 | 2.401,0  | 69,5 | 2.331,5 | 729,8   | 15,4 | 714,4   |
| 2008   | 3.744,4                 | 2.946,9  | 234,8                      | 2.712,1 | 797,5   | 9,3   | 788,2                                | 3.217,0 | 2.405,5  | 77,0 | 2.328,5 | 811,6   | 16,4 | 795,1   |
| 2009 1° trim.                                    | 3.837,7                 | 2.988,9  | 253,9                      | 2.735,1 | 848,7   | 10,6  | 838,1                                | 3.237,8 | 2.427,6  | 78,7 | 2.348,9 | 810,1   | 16,8 | 793,4   |
| 2° trim.   | 3.958,1                 | 3.092,0  | 266,5                      | 2.825,5 | 866,1   | 10,4  | 855,7                                | 3.318,5 | 2.492,7  | 80,9 | 2.411,9 | 825,8   | 16,6 | 809,1   |
| Transazioni                                      |                         |  |                            |         |   |       |                                      |         |  |      |         |   |      |         |
| 2007   | 481,2                   | 373,0  | 25,5                       | 347,4   | 108,2   | -0,1  | 108,4                                | 408,3   | 310,5  | 5,1  | 305,4   | 97,8  | 1,4  | 96,4    |
| 2008   | 326,5                   | 198,1  | 2,2                        | 195,9   | 128,4   | -0,2  | 128,6                                | 137,5   | 91,3   | -1,0 | 92,2    | 46,2  | 1,6  | 44,6    |
| 2008 4° trim.                                    | 46,8                    | 26,7   | -1,6                       | 28,3    | 20,1  | -0,3  | 20,3                                 | -14,3   | 20,3   | 0,1  | 20,1    | -34,6   | -0,2 | -34,4   |
| 2009 1° trim.                                    | 100,1                   | 55,6   | 20,4                       | 35,2    | 44,6  | 0,9   | 43,7                                 | 41,3    | 44,0   | 1,2  | 42,8    | -2,7  | 0,1  | -2,8    |
| 2° trim.   | 92,8                    | 75,4   | 9,5                        | 65,9    | 17,4  | 0,6   | 16,8                                 | 92,3    | 71,0   | 1,3  | 69,7    | 21,2  | 0,4  | 20,8    |
| 2009 apr.  | 64,6                    | 54,2   | 6,3                        | 48,0    | 10,3  | 1,5   | 8,8                                  | 69,4    | 59,6   | -0,9 | 60,5    | 9,8   | 0,1  | 9,7     |
| mag.   | 13,0                    | 7,0  | 0,4                        | 6,6     | 6,1   | 0,1   | 6,0                                  | 19,0    | 6,3  | 2,2  | 4,1     | 12,8  | -0,6 | 13,4    |
| giu.   | 15,2                    | 14,2   | 2,8                        | 11,4    | 1,0   | -1,1  | 2,0                                  | 3,8     | 5,1  | 0,0  | 5,1     | -1,3  | 0,9  | -2,2    |
| lug.   | 9,5                     | 2,3  | 3,0                        | -0,7    | 7,3   | -0,1  | 7,3                                  | 18,0    | 14,1   | 0,3  | 13,8    | 3,9   | 0,9  | 3,1     |
| ago.   | 16,2                    | 11,7   | 2,2                        | 9,5     | 4,5   | 0,3   | 4,2                                  | 20,0    | 12,9   | 0,3  | 12,6    | 7,1   | 0,0  | 7,1     |
| Tassi di crescita                                |                         |  |                            |         |   |       |                                      |         |  |      |         |   |      |         |
| 2006   | 15,0                    | 14,8   | 19,5                       | 14,4    | 16,2  | -2,9  | 16,3                                 | 10,5    | 12,2   | 10,3 | 12,3    | 5,4   | -1,2 | 5,5     |
| 2007   | 15,3                    | 14,6   | 11,3                       | 14,9    | 18,5  | -55,0 | 18,7                                 | 14,9    | 14,8   | 8,3  | 15,0    | 15,3  | 6,3  | 15,5    |
| 2008 4° trim.                                    | 9,2                     | 6,9  | 0,8                        | 7,5     | 18,8  | -1,6  | 19,1                                 | 4,4     | 3,8  | -1,4 | 4,0     | 6,4   | 9,9  | 6,3     |
| 2009 1° trim.                                    | 7,7                     | 5,4  | 5,9                        | 5,3     | 16,8  | -20,9 | 17,3                                 | 2,8     | 4,1  | -0,1 | 4,2     | -0,8  | 9,8  | -1,1    |
| 2° trim.   | 9,3                     | 7,9  | 7,8                        | 7,9     | 14,5  | 5,7   | 14,6                                 | 6,1     | 7,4  | 4,6  | 7,5     | 2,1   | 4,9  | 2,1     |

## 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**

|   | Totale  |         | Azioni e altre partecipazioni |                           |                     |      | Strumenti di debito |                           |                                |         |              |                           |       |       |       |       |
|---|---------|---------|-------------------------------|---------------------------|---------------------|------|---------------------|---------------------------|--------------------------------|---------|--------------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|
|   | Totale  | IFM     | non IFM                       |                           | Obbligazioni e note |      |                     |                           | Strumenti di mercato monetario |         |              |                           |       |       |       |       |
|   |         |         | Euro-sistema                  | Amministrazioni pubbliche | Totale              | IFM  | Euro-sistema        | Amministrazioni pubbliche | Totale                         | IFM     | Euro-sistema | Amministrazioni pubbliche |       |       |       |       |
| 1   | 2       | 3       | 4                             | 5                         | 6                   | 7    | 8                   | 9                         | 10                             | 11      | 12           | 13                        | 14    | 15    | 16    |       |
| <b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b> |         |         |                               |                           |                     |      |                     |                           |                                |         |              |                           |       |       |       |       |
| 2007  | 4.631,6 | 1.961,8 | 136,7                         | 2,8                       | 1.825,1             | 44,6 | 2.279,7             | 990,2                     | 16,4                           | 1.289,5 | 17,2         | 390,1                     | 297,3 | 34,6  | 92,8  | 0,5   |
| 2008  | 3.763,9 | 1.162,7 | 68,4                          | 3,0                       | 1.094,3             | 27,3 | 2.179,1             | 970,9                     | 19,9                           | 1.208,2 | 18,4         | 422,1                     | 353,3 | 61,6  | 68,8  | 1,3   |
| 2008 1° trim.   | 3.638,4 | 1.068,8 | 60,8                          | 2,9                       | 1.008,0             | 27,3 | 2.139,5             | 946,9                     | 17,1                           | 1.192,6 | 17,4         | 430,1                     | 360,5 | 58,9  | 69,6  | 1,7   |
| 2° trim.  | 3.859,5 | 1.209,2 | 66,7                          | 3,0                       | 1.142,4             | 29,2 | 2.220,2             | 927,7                     | 17,3                           | 1.292,5 | 18,2         | 430,2                     | 353,1 | 55,3  | 77,0  | 1,5   |
| <b>Transazioni</b>                                      |         |         |                               |                           |                     |      |                     |                           |                                |         |              |                           |       |       |       |       |
| 2007  | 436,7   | 64,2    | 26,7                          | 0,0                       | 37,5                | 8,2  | 291,5               | 148,3                     | 4,9                            | 143,2   | 3,3          | 81,0                      | 63,4  | 26,3  | 17,6  | 0,8   |
| 2008  | -9,0    | -101,8  | -37,9                         | 0,6                       | -63,9               | 0,1  | 95,4                | 43,9                      | 3,3                            | 51,5    | 2,6          | -2,5                      | 26,8  | 15,1  | -29,4 | 0,4   |
| 2008 4° trim.   | -166,1  | -54,1   | -4,0                          | 0,4                       | -50,0               | -1,4 | -62,8               | -16,7                     | -1,1                           | -46,1   | -0,4         | -49,3                     | -22,1 | -5,1  | -27,2 | 0,2   |
| 2009 1° trim.   | -71,2   | -38,1   | -5,7                          | 0,0                       | -32,4               | 0,1  | -56,1               | -49,1                     | -2,4                           | -7,0    | -1,2         | 23,0                      | 21,6  | -0,5  | 1,4   | 0,4   |
| 2° trim.  | 41,1    | 9,4     | -0,4                          | 0,0                       | 9,8                 | 0,3  | 11,7                | -34,9                     | 0,1                            | 46,6    | 0,2          | 20,1                      | 12,5  | -1,8  | 7,6   | -0,3  |
| 2009 apr.   | 4,4     | -5,1    | -0,1                          | -0,1                      | -5,1                | .    | 7,1                 | -17,6                     | 0,5                            | 24,7    | .            | 2,4                       | 0,2   | 0,7   | 2,2   | .     |
| mag.  | 22,0    | 2,0     | 0,2                           | 0,0                       | 1,8                 | .    | 7,3                 | -20,9                     | -0,1                           | 28,2    | .            | 12,7                      | 7,3   | -1,0  | 5,4   | .     |
| giu.  | 14,8    | 12,5    | -0,5                          | 0,0                       | 13,1                | .    | -2,7                | 3,6                       | -0,3                           | -6,3    | .            | 5,0                       | 5,1   | -1,5  | -0,1  | .     |
| lug.  | 6,5     | 6,4     | 1,1                           | 0,0                       | 5,3                 | .    | -0,3                | -10,6                     | 0,7                            | 10,2    | .            | 0,4                       | -1,4  | 0,8   | 1,8   | .     |
| ago.  | 30,9    | 4,4     | 1,2                           | 0,0                       | 3,2                 | .    | 21,2                | 12,0                      | -0,2                           | 9,2     | .            | 5,3                       | 4,1   | -3,0  | 1,2   | .     |
| <b>Tassi di crescita</b>                                |         |         |                               |                           |                     |      |                     |                           |                                |         |              |                           |       |       |       |       |
| 2006  | 13,6    | 9,2     | 19,7                          | 1,3                       | 8,5                 | 28,6 | 16,7                | 24,7                      | 16,8                           | 11,4    | 26,4         | 19,9                      | 20,5  | 262,8 | 19,3  | -15,8 |
| 2007  | 10,0    | 3,3     | 22,2                          | -0,5                      | 2,0                 | 21,3 | 14,0                | 16,7                      | 38,9                           | 12,0    | 23,3         | 23,1                      | 23,7  | 272,7 | 25,8  | 277,4 |
| 2008 4° trim.   | -0,5    | -6,1    | -29,7                         | 24,6                      | -4,4                | 0,2  | 4,3                 | 4,5                       | 20,4                           | 4,0     | 15,6         | -0,5                      | 9,1   | 41,9  | -32,1 | 70,8  |
| 2009 1° trim.   | -4,4    | -7,9    | -22,0                         | 18,8                      | -7,0                | 1,3  | -0,9                | -3,8                      | 14,4                           | 1,5     | 5,3          | -10,5                     | -2,3  | 43,6  | -38,8 | 36,6  |
| 2° trim.  | -6,1    | -8,5    | -15,5                         | 14,9                      | -8,1                | -0,9 | -4,0                | -10,4                     | -12,9                          | 1,3     | -3,1         | -10,4                     | -7,0  | -18,6 | -24,2 | 39,2  |

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

|   | Totale  |         | Azioni e altre partecipazioni |         |                     |         | Strumenti di debito |         |                                |        |       |         |
|---|---------|---------|-------------------------------|---------|---------------------|---------|---------------------|---------|--------------------------------|--------|-------|---------|
|   | Totale  | IFM     | non IFM                       |         | Obbligazioni e note |         |                     |         | Strumenti di mercato monetario |        |       |         |
|   |         |         | Totale                        | IFM     | non IFM             | Totale  | IFM                 | non IFM | Amministrazioni pubbliche      | Totale | IFM   | non IFM |
| 1   | 2       | 3       | 4                             | 5       | 6                   | 7       | 8                   | 9       | 10                             | 11     | 12    |         |
| <b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b> |         |         |                               |         |                     |         |                     |         |                                |        |       |         |
| 2007  | 6.556,5 | 3.272,5 | 594,6                         | 2.677,9 | 3.041,1             | 1.143,5 | 1.897,6             | 1.118,5 | 243,0                          | 141,5  | 101,5 | 76,1    |
| 2008  | 6.078,6 | 2.168,7 | 640,7                         | 1.528,0 | 3.466,5             | 1.263,8 | 2.202,8             | 1.357,1 | 443,3                          | 108,9  | 334,4 | 272,9   |
| 2009 1° trim.   | 6.015,7 | 1.986,4 | 649,7                         | 1.336,8 | 3.557,5             | 1.248,9 | 2.308,5             | 1.402,3 | 471,8                          | 91,9   | 379,9 | 320,4   |
| 2° trim.  | 6.300,3 | 2.231,5 | 680,2                         | 1.551,2 | 3.558,6             | 1.212,7 | 2.345,9             | 1.430,9 | 510,2                          | 81,3   | 428,9 | 359,8   |
| <b>Transazioni</b>                                      |         |         |                               |         |                     |         |                     |         |                                |        |       |         |
| 2007  | 587,9   | 157,9   | 24,3                          | 133,6   | 367,1               | 156,5   | 210,6               | 141,7   | 62,9                           | 52,9   | 10,0  | 20,4    |
| 2008  | 341,5   | -124,8  | 93,4                          | -218,2  | 250,0               | 31,5    | 218,6               | 199,2   | 216,3                          | -2,5   | 218,9 | 185,7   |
| 2008 4° trim.   | -13,4   | -96,7   | 15,1                          | -111,8  | -23,7               | -44,1   | 20,3                | 37,4    | 107,0                          | -11,7  | 118,7 | 109,7   |
| 2009 1° trim.   | 58,7    | -51,3   | -4,4                          | -46,8   | 90,4                | -11,0   | 101,4               | 67,6    | 19,6                           | -11,4  | 31,0  | 51,6    |
| 2° trim.  | 139,2   | 49,2    | 4,8                           | 44,4    | 38,4                | -7,5    | 45,8                | 56,9    | 51,7                           | -0,1   | 51,8  | 51,0    |
| 2009 apr.   | 22,6    | -19,6   | 2,3                           | -21,9   | 0,5                 | 9,0     | -8,4                | .       | 41,6                           | -11,7  | 53,3  | .       |
| mag.  | 59,8    | 30,9    | 2,0                           | 28,9    | 29,0                | -0,4    | 29,4                | .       | 0,0                            | -0,8   | 0,7   | .       |
| giu.  | 56,8    | 37,9    | 0,5                           | 37,4    | 8,8                 | -16,1   | 24,9                | .       | 10,1                           | 12,4   | -2,2  | .       |
| lug.  | 3,5     | 33,8    | 12,3                          | 21,6    | -45,5               | 3,8     | -49,3               | .       | 15,2                           | -16,5  | 31,7  | .       |
| ago.  | 84,3    | 45,1    | 18,5                          | 26,6    | 22,5                | 15,0    | 7,5                 | .       | 16,7                           | 0,9    | 15,8  | .       |
| <b>Tassi di crescita</b>                                |         |         |                               |         |                     |         |                     |         |                                |        |       |         |
| 2006  | 13,7    | 9,7     | 19,9                          | 7,4     | 20,6                | 22,4    | 19,6                | 14,4    | -7,9                           | 25,1   | -30,9 | -34,1   |
| 2007  | 9,8     | 5,2     | 4,4                           | 5,3     | 13,5                | 15,9    | 12,2                | 14,2    | 31,2                           | 54,5   | 13,7  | 33,2    |
| 2008 4° trim.   | 5,4     | -5,4    | 16,0                          | -10,5   | 8,3                 | 2,8     | 11,5                | 17,8    | 88,3                           | -2,0   | 202,0 | 246,5   |
| 2009 1° trim.   | 3,8     | -10,0   | 2,1                           | -13,6   | 9,0                 | 1,1     | 13,6                | 18,5    | 83,0                           | -18,5  | 208,0 | 250,6   |
| 2° trim.  | 3,8     | -7,0    | -0,2                          | -9,0    | 4,6                 | -5,0    | 10,4                | 17,7    | 99,0                           | -17,9  | 230,7 | 297,0   |

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/<br>banconote,<br>monete<br>e depositi | Altre<br>attività | Totale                      | Prestiti/<br>banconote,<br>monete<br>e depositi | Altre<br>attività | Totale                    | Crediti<br>commer-<br>ciali | Prestiti/banconote,<br>monete e depositi | Banconote,<br>monete<br>e depositi | Totale        | Crediti<br>commer-<br>ciali | Prestiti/banconote,<br>monete e depositi | Banconote,<br>monete<br>e depositi |
|  |         |             |   |                   |                             |   |                   |                           |                             |  |                                    |               |                             |  |                                    |
| Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) |         |             |   |                   |                             |   |                   |                           |                             |  |                                    |               |                             |  |                                    |
| 2007   | 5.381,3 | 36,9        | 35,6  | 1,4               | 3.354,4                     | 3.283,2   | 71,2              | 107,8                     | 12,7                        | 48,8                                     | 13,7                               | 1.882,1       | 196,2                       | 1.518,5                                  | 476,5                              |
| 2008   | 5.466,1 | 28,8        | 27,7  | 1,0               | 3.280,7                     | 3.221,6   | 59,1              | 101,0                     | 12,1                        | 40,9                                     | 7,2                                | 2.055,6       | 186,1                       | 1.644,9                                  | 474,5                              |
| 2009 1° trim.                                    | 5.289,4 | 21,7        | 21,4  | 0,3               | 3.094,0                     | 3.037,2   | 56,8              | 108,3                     | 12,2                        | 46,9                                     | 16,3                               | 2.065,4       | 185,5                       | 1.647,2                                  | 458,1                              |
| 2° trim.   | 5.107,3 | 27,9        | 27,7  | 0,3               | 2.972,6                     | 2.936,8   | 35,9              | 103,1                     | 12,1                        | 42,1                                     | 11,2                               | 2.003,7       | 189,3                       | 1.575,9                                  | 437,7                              |
| Transazioni                                      |         |             |   |                   |                             |   |                   |                           |                             |  |                                    |               |                             |  |                                    |
| 2007   | 953,4   | 22,0        | 22,0  | 0,0               | 546,8                       | 539,6   | 7,2               | -7,7                      | -1,4                        | -7,2                                     | -5,5                               | 392,2         | 14,1                        | 335,3                                    | 55,3                               |
| 2008   | 93,4    | -9,4        | -9,4  | 0,0               | -50,2                       | -65,5   | 15,3              | -6,6                      | -1,1                        | -6,8                                     | -5,8                               | 159,6         | 2,5                         | 97,6                                     | -31,9                              |
| 2008 4° trim.                                    | -229,2  | -6,9        | -7,0  | 0,0               | -239,9                      | -250,2  | 10,3              | 0,1                       | -0,3                        | 1,0                                      | -1,9                               | 17,6          | -10,0                       | 27,5                                     | 2,2                                |
| 2009 1° trim.                                    | -232,7  | -8,2        | -8,2  | 0,0               | -236,4                      | -234,6  | -1,8              | 6,5                       | 0,0                         | 5,8                                      | 9,1                                | 5,3           | -3,5                        | 8,7                                      | 1,1                                |
| 2° trim.   | -139,2  | 7,0         | 7,0   | 0,0               | -82,8                       | -69,2   | -13,6             | -3,8                      | 0,0                         | -4,5                                     | -5,1                               | -59,6         | 5,7                         | -69,5                                    | -19,2                              |
| 2009 apr.  | 46,5    | 1,7         | .   | .                 | 38,4                        | .   | .                 | -9,8                      | .                           | .  | -10,1                              | 16,2          | .                           | .  | -0,4                               |
| mag.   | -152,2  | 0,0         | .   | .                 | -68,2                       | .   | .                 | 4,0                       | .                           | .  | 3,8                                | -88,0         | .                           | .  | -23,0                              |
| giu.   | -33,5   | 5,3         | .   | .                 | -53,1                       | .   | .                 | 2,0                       | .                           | .  | 1,3                                | 12,2          | .                           | .  | 4,2                                |
| lug.   | -46,7   | -2,2        | .   | .                 | -35,4                       | .   | .                 | -4,5                      | .                           | .  | -4,4                               | -4,6          | .                           | .  | 1,2                                |
| ago.   | -26,1   | -0,1        | .   | .                 | -31,9                       | .   | .                 | 1,3                       | .                           | .  | 2,2                                | 4,6           | .                           | .  | 17,0                               |
| Tassi di crescita                                |         |             |   |                   |                             |   |                   |                           |                             |  |                                    |               |                             |  |                                    |
| 2006   | 20,5    | -37,6       | -40,0   | 1,6               | 21,9                        | 22,1  | 10,7              | -5,5                      | -26,1                       | -4,3                                     | 53,4                               | 21,7          | 3,4                         | 26,5                                     | 7,6                                |
| 2007   | 21,0    | 157,3       | 173,7   | -1,7              | 18,6                        | 18,8  | 11,4              | -6,4                      | -9,8                        | -12,4                                    | -28,6                              | 26,6          | 7,5                         | 28,8                                     | 14,0                               |
| 2008 4° trim.                                    | 1,7     | -26,2       | -26,9   | 5,0               | -1,5                        | -2,0  | 21,6              | -6,2                      | -8,9                        | -14,0                                    | -44,4                              | 8,6           | 1,2                         | 6,5                                      | -6,9                               |
| 2009 1° trim.                                    | -7,8    | -57,3       | -58,7   | 6,0               | -14,1                       | -14,6   | 11,2              | 4,6                       | -6,7                        | 9,2                                      | 39,1                               | 4,3           | -3,1                        | 3,6                                      | -11,3                              |
| 2° trim.   | -8,9    | -28,7       | -30,3   | 5,6               | -13,8                       | -13,9   | -16,5             | -4,9                      | -3,2                        | -13,2                                    | -35,7                              | 0,0           | -4,6                        | -1,0                                     | -3,8                               |

#### 6. Altri investimenti: passività

|  | Totale  | Eurosistema |   |                    | IFM (escluso l'Eurosistema) |   |                    | Amministrazioni pubbliche |                             |          |                    | Altri settori |                             |          |                    |
|--|---------|-------------|---|--------------------|-----------------------------|---|--------------------|---------------------------|-----------------------------|----------|--------------------|---------------|-----------------------------|----------|--------------------|
|  |         | Totale      | Prestiti/<br>banconote,<br>monete<br>e depositi | Altre<br>passività | Totale                      | Prestiti/<br>banconote,<br>monete<br>e depositi | Altre<br>passività | Totale                    | Crediti<br>commer-<br>ciali | Prestiti | Altre<br>passività | Totale        | Crediti<br>commer-<br>ciali | Prestiti | Altre<br>passività |
|  |         |             |   |                    |                             |   |                    |                           |                             |          |                    |               |                             |          |                    |
| Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) |         |             |   |                    |                             |   |                    |                           |                             |          |                    |               |                             |          |                    |
| 2007   | 5.468,6 | 201,7       | 201,4   | 0,2                | 3.935,1                     | 3.872,6   | 62,5               | 52,3                      | 0,0                         | 46,9     | 5,4                | 1.279,5       | 156,9                       | 1.009,7  | 112,8              |
| 2008   | 5.653,6 | 482,3       | 481,9   | 0,4                | 3.751,8                     | 3.698,1   | 53,6               | 61,9                      | 0,0                         | 58,0     | 3,9                | 1.357,6       | 170,2                       | 1.069,6  | 117,8              |
| 2009 1° trim.                                    | 5.509,8 | 404,2       | 400,9   | 3,3                | 3.702,6                     | 3.649,0   | 53,6               | 58,7                      | 0,0                         | 55,5     | 3,2                | 1.344,3       | 180,5                       | 1.043,6  | 120,2              |
| 2° trim.   | 5.201,8 | 313,5       | 308,4   | 5,1                | 3.579,1                     | 3.542,7   | 36,4               | 56,6                      | 0,0                         | 53,3     | 3,2                | 1.252,6       | 182,6                       | 953,7    | 116,3              |
| Transazioni                                      |         |             |   |                    |                             |   |                    |                           |                             |          |                    |               |                             |          |                    |
| 2007   | 943,4   | 91,4        | 91,4  | 0,0                | 625,3                       | 620,5   | 4,8                | -1,0                      | 0,0                         | -2,0     | 1,0                | 227,8         | 10,0                        | 218,9    | -1,1               |
| 2008   | 165,5   | 280,7       | 280,6   | 0,1                | -181,0                      | -191,9  | 10,9               | 9,5                       | 0,0                         | 11,0     | -1,5               | 56,3          | 10,5                        | 46,1     | -0,3               |
| 2008 4° trim.                                    | -265,3  | 111,3       | 111,3   | -0,1               | -411,0                      | -418,0  | 7,0                | 9,0                       | 0,0                         | 8,6      | 0,4                | 25,4          | -5,1                        | 24,1     | 6,4                |
| 2009 1° trim.                                    | -248,4  | -82,2       | -85,1   | 2,9                | -112,7                      | -111,4  | -1,3               | -3,7                      | 0,0                         | -2,7     | -0,9               | -49,9         | -5,1                        | -40,2    | -4,6               |
| 2° trim.   | -244,5  | -89,3       | -91,1   | 1,8                | -82,2                       | -70,9   | -11,4              | -2,6                      | 0,0                         | -3,1     | 0,5                | -70,3         | 4,7                         | -74,5    | -0,5               |
| 2009 apr.  | 30,5    | -28,9       | .   | .                  | 37,6                        | .   | .                  | -0,5                      | .                           | .        | .                  | 22,3          | .                           | .        | .                  |
| mag.   | -197,7  | -20,1       | .   | .                  | -67,5                       | .   | .                  | 0,3                       | .                           | .        | .                  | -110,4        | .                           | .        | .                  |
| giu.   | -77,3   | -40,2       | .   | .                  | -52,4                       | .   | .                  | -2,4                      | .                           | .        | .                  | 17,8          | .                           | .        | .                  |
| lug.   | -66,6   | -15,7       | .   | .                  | -30,8                       | .   | .                  | -0,4                      | .                           | .        | .                  | -19,6         | .                           | .        | .                  |
| ago.   | -77,5   | -10,0       | .   | .                  | -43,3                       | .   | .                  | 0,4                       | .                           | .        | .                  | -24,6         | .                           | .        | .                  |
| Tassi di crescita                                |         |             |   |                    |                             |   |                    |                           |                             |          |                    |               |                             |          |                    |
| 2006   | 18,7    | 22,4        | 22,4  | 5,7                | 16,4                        | 16,4  | 13,3               | 3,5                       | -24,1                       | 4,2      | -3,2               | 27,7          | 9,8                         | 32,5     | 17,9               |
| 2007   | 20,0    | 79,2        | 79,4  | -6,9               | 18,0                        | 18,2  | 9,5                | -1,9                      | 27,4                        | -4,1     | 20,7               | 20,7          | 6,8                         | 26,2     | 0,5                |
| 2008 4° trim.                                    | 3,1     | 141,3       | 141,4   | 20,8               | -4,6                        | -4,9  | 17,3               | 18,3                      | -20,1                       | 23,6     | -27,9              | 4,3           | 6,6                         | 4,5      | -0,8               |
| 2009 1° trim.                                    | -7,5    | 82,4        | 81,3  | 439,8              | -13,5                       | -13,9   | 10,3               | 12,5                      | -11,4                       | 14,2     | -12,6              | -4,1          | -0,4                        | -4,4     | -7,7               |
| 2° trim.   | -11,5   | 19,1        | 17,3  | 1.123,2            | -15,0                       | -15,1   | -9,6               | 10,1                      | 41,1                        | 11,3     | -6,0               | -7,7          | -3,3                        | -9,2     | -1,5               |

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                              |  |
|               | <b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b> |                     |                     |                              |                               |               |                                    |               |        |        |                     |                                |                               |                |                                 |  |
| 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          | 347,2   | 201,0               | 353,688             | 4,6                          | 3,6                           | 138,0         | 7,2                                | 22,0          | 108,5  | 0,4    | 87,8                | 20,3                           | 0,3                           | 0,0            | 44,3                            | -38,5  |
| 2008 4° trim. | 374,2   | 217,0               | 349,190             | 4,7                          | 7,3                           | 145,1         | 7,6                                | 8,0           | 129,5  | 0,6    | 111,3               | 17,6                           | 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    | 108,6               | 20,7                           | 0,1                           | 0,1            | 155,4                           | -141,4   |
| 2° trim.      | 381,5   | 229,8               | 347,546             | 4,2                          | 11,3                          | 136,1         | 9,5                                | 6,5           | 119,9  | 0,5    | 99,3                | 20,0                           | 0,2                           | 0,1            | 77,6                            | -65,6  |
| 2009 lug.     | 386,5   | 230,8               | 347,531             | 4,2                          | 11,5                          | 140,0         | 9,2                                | 10,5          | 120,1  | -      | -                   | -                              | 0,2                           | 0,0            | 67,6                            | -60,0  |
| ago.          | 428,0   | 232,7               | 347,515             | 45,2                         | 11,6                          | 138,6         | 11,2                               | 8,3           | 119,0  | -      | -                   | -                              | 0,1                           | 0,0            | 62,7                            | -55,0  |
| set.          | 430,8   | 236,1               | 347,200             | 49,8                         | 11,7                          | 133,2         | 12,7                               | 7,1           | 113,2  | -      | -                   | -                              | 0,1                           | 0,0            | 56,7                            | -42,4  |
|               | <b>Transazioni</b>                                      |                     |                     |                              |                               |               |                                    |               |        |        |                     |                                |                               |                |                                 |  |
| 2006          | 1,3   | -4,2                | -                   | 0,5                          | -5,2                          | 10,2          | -6,1                               | 2,7           | 13,7   | 0,0    | 19,4                | -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                         | 3,8                           | 2,3           | 5,0                                | -15,8         | 11,8   | 0,1    | 15,8                | -4,1                           | 1,3                           | 0,1            | -                               | -  |
| 2008 4° trim. | 0,5   | -0,9                | -                   | 0,0                          | 3,4                           | -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.      | 2,4   | 0,1                 | -                   | -0,5                         | 3,3                           | -0,5          | -0,4                               | 2,9           | -3,2   | 0,0    | -2,0                | -1,2                           | 0,2                           | 0,0            | -                               | -  |
|               | <b>Tassi di crescita</b>                                |                     |                     |                              |                               |               |                                    |               |        |        |                     |                                |                               |                |                                 |  |
| 2005          | -5,9  | -2,8                | -                   | 4,4                          | -44,6                         | -4,1          | -2,0                               | -25,3         | 1,5    | 2,2    | 7,1                 | -7,9                           | -                             | -              | -                               | -  |
| 2006          | 0,3   | -2,4                | -                   | 11,6                         | -49,0                         | 7,7           | -48,4                              | 12,7          | 13,4   | 0,0    | 29,2                | -15,3                          | -                             | -              | -                               | -  |
| 2007          | 1,6   | -1,7                | -                   | 7,3                          | -18,3                         | 6,3           | 14,9                               | 6,4           | 5,7    | 1,1    | 18,6                | -27,6                          | -                             | -              | -                               | -  |
| 2008 4° trim. | 1,1   | -1,0                | -                   | -2,6                         | 105,3                         | 1,7           | 67,7                               | -69,1         | 10,8   | 28,0   | 17,9                | -20,6                          | -                             | -              | -                               | -  |
| 2009 1° trim. | -1,8  | -1,1                | -                   | 4,6                          | 135,1                         | -6,3          | 142,1                              | -90,5         | 6,7    | 2,6    | 3,7                 | 25,5                           | -                             | -              | -                               | -  |
| 2° trim.      | -1,2  | -0,9                | -                   | -6,6                         | 174,2                         | -6,5          | 106,0                              | -80,8         | 2,1    | 2,6    | 0,0                 | 15,5                           | -                             | -              | -                               | -  |

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          |
| <b>2008</b>                                  | Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) |   |           |        |             |                     |                     |        |       |          |          |             |                            |                               |             |
| <b>Investimenti diretti</b>                  | 527,4  | -93,0   | -2,1      | -30,2  | -293,9      | 233,6               | -0,3                | 41,1   | 35,2  | -9,5     | 126,2    | -68,7       | -7,1                       | -0,2                          | 503,3       |
| All'estero                                   | 3.744,4  | 1.255,3   | 34,9      | 93,9   | 865,7       | 260,8               | 0,0                 | 104,1  | 38,8  | 71,7     | 384,5    | 734,6       | 418,5                      | 0,1                           | 736,8       |
| Azioni/utigli reinvestiti                    | 2.946,9  | 967,5   | 30,1      | 60,3   | 660,1       | 216,9               | 0,0                 | 83,3   | 32,0  | 53,6     | 335,3    | 551,3       | 386,7                      | 0,0                           | 537,4       |
| Debito                                       | 797,5  | 287,9   | 4,8       | 33,6   | 205,7       | 43,8                | 0,0                 | 20,7   | 6,9   | 18,1     | 49,2     | 183,4       | 31,9                       | 0,0                           | 199,4       |
| Nell'area dell'euro                          | 3.217,0  | 1.348,3   | 37,0      | 124,1  | 1.159,7     | 27,1                | 0,3                 | 63,0   | 3,6   | 81,2     | 258,3    | 803,3       | 425,6                      | 0,3                           | 233,4       |
| Azioni/utigli reinvestiti                    | 2.405,5  | 1.096,8   | 28,3      | 97,4   | 956,9       | 13,9                | 0,2                 | 50,6   | 0,8   | 68,7     | 191,1    | 590,8       | 284,1                      | 0,1                           | 122,5       |
| Debito                                       | 811,6  | 251,5   | 8,7       | 26,7   | 202,8       | 13,2                | 0,1                 | 12,4   | 2,9   | 12,5     | 67,2     | 212,5       | 141,6                      | 0,2                           | 110,9       |
| <b>Investimenti di portafoglio: attività</b> | 3.763,9  | 1.242,2   | 63,7      | 122,4  | 895,5       | 80,7                | 80,0                | 82,8   | 25,6  | 213,4    | 95,4     | 1.225,8     | 458,4                      | 30,5                          | 389,8       |
| Azioni                                       | 1.162,7  | 228,7   | 6,4       | 19,9   | 191,7       | 9,8                 | 0,9                 | 18,2   | 22,8  | 84,5     | 81,3     | 378,8       | 197,8                      | 2,0                           | 148,6       |
| Strumenti di debito                          | 2.601,3  | 1.013,6   | 57,3      | 102,5  | 703,7       | 71,0                | 79,1                | 64,6   | 2,9   | 128,8    | 14,1     | 847,0       | 260,6                      | 28,5                          | 241,3       |
| Obbligazioni e note                          | 2.179,1  | 849,1   | 50,3      | 81,5   | 569,1       | 70,3                | 77,8                | 61,6   | 2,3   | 61,7     | 12,6     | 705,4       | 238,2                      | 28,4                          | 219,9       |
| Strumenti di mercato monetario               | 422,1  | 164,5   | 6,9       | 21,0   | 134,6       | 0,6                 | 1,3                 | 3,0    | 0,6   | 67,1     | 1,5      | 141,5       | 22,4                       | 0,1                           | 21,4        |
| <b>Altri investimenti</b>                    | -187,5   | -91,1   | 51,1      | 28,0   | -110,4      | 108,8               | -168,6              | -6,2   | -16,0 | -10,2    | -131,2   | -286,3      | 2,1                        | 1,8                           | 349,6       |
| Attività                                     | 5.466,1  | 2.419,7   | 100,9     | 83,3   | 2.020,2     | 201,8               | 13,4                | 25,7   | 34,0  | 109,4    | 276,5    | 852,5       | 640,7                      | 58,7                          | 1.048,8     |
| Amministrazioni pubbliche                    | 101,0  | 15,0  | 0,7       | 0,4    | 3,6         | 0,7                 | 9,7                 | 0,0    | 1,8   | 0,2      | 0,1      | 3,4         | 1,4                        | 40,1                          | 39,1        |
| IFM  | 3.309,5  | 1.731,1   | 83,9      | 58,3   | 1.419,1     | 167,9               | 1,9                 | 16,8   | 14,5  | 79,0     | 164,5    | 418,9       | 367,7                      | 18,2                          | 498,8       |
| Altri settori                                | 2.055,6  | 673,5   | 16,4      | 24,6   | 597,5       | 33,3                | 1,8                 | 8,9    | 17,7  | 30,3     | 111,9    | 430,2       | 271,7                      | 0,5                           | 510,9       |
| Passività                                    | 5.653,6  | 2.510,8   | 49,8      | 55,3   | 2.130,6     | 93,0                | 182,0               | 32,0   | 50,0  | 119,5    | 407,7    | 1.138,8     | 638,6                      | 57,0                          | 699,1       |
| Amministrazioni pubbliche                    | 61,9   | 32,5  | 0,0       | 0,1    | 2,5         | 0,0                 | 29,7                | 0,0    | 0,0   | 0,6      | 0,5      | 7,0         | 0,3                        | 17,7                          | 3,3         |
| IFM  | 4.234,1  | 1.907,6   | 38,9      | 33,5   | 1.664,9     | 70,0                | 100,2               | 24,4   | 32,1  | 91,2     | 328,7    | 751,1       | 535,1                      | 36,8                          | 527,2       |
| Altri settori                                | 1.357,6  | 570,8   | 10,8      | 21,7   | 463,2       | 23,0                | 52,0                | 7,5    | 17,9  | 27,8     | 78,6     | 380,8       | 103,2                      | 2,5                           | 168,7       |
| <b>dal 3° trim. 2008 al 2° trim. 2009</b>    | Transazioni cumulate                             |   |           |        |             |                     |                     |        |       |          |          |             |                            |                               |             |
| <b>Investimenti diretti</b>                  | 144,1  | 73,8  | -0,2      | 8,6    | 50,9        | 14,4                | 0,0                 | -2,3   | 1,8   | -4,7     | -34,3    | 31,6        | 64,5                       | 0,0                           | 13,6        |
| All'estero                                   | 337,2  | 132,7   | 1,8       | 23,7   | 98,1        | 9,2                 | 0,0                 | 6,8    | 2,3   | 0,7      | -11,3    | 91,6        | 67,2                       | 0,0                           | 47,2        |
| Azioni/utigli reinvestiti                    | 227,5  | 76,7  | 1,1       | 12,9   | 57,8        | 4,9                 | 0,0                 | 6,9    | 3,1   | 1,8      | -5,7     | 62,7        | 48,0                       | 0,0                           | 34,0        |
| Debito                                       | 109,7  | 56,0  | 0,7       | 10,8   | 40,3        | 4,4                 | 0,0                 | -0,2   | -0,7  | -1,1     | -5,6     | 28,9        | 19,2                       | 0,0                           | 13,2        |
| Nell'area dell'euro                          | 193,1  | 58,9  | 1,9       | 15,0   | 47,2        | -5,2                | 0,0                 | 9,0    | 0,5   | 5,4      | 23,0     | 60,0        | 2,8                        | 0,0                           | 33,5        |
| Azioni/utigli reinvestiti                    | 176,1  | 50,7  | 1,0       | 12,7   | 35,0        | 2,0                 | 0,0                 | 9,9    | 0,2   | 2,5      | 12,9     | 63,9        | 12,7                       | 0,0                           | 23,2        |
| Debito                                       | 16,9   | 8,2   | 1,0       | 2,3    | 12,1        | -7,2                | 0,0                 | -0,9   | 0,3   | 2,8      | 10,1     | -3,9        | -9,9                       | 0,0                           | 10,3        |
| <b>Investimenti di portafoglio: attività</b> | -265,6   | 9,1   | 4,4       | 12,3   | -18,8       | -6,9                | 18,2                | 14,9   | 2,7   | -45,9    | 4,4      | -107,6      | -103,3                     | -1,1                          | -38,9       |
| Azioni                                       | -128,4   | -22,8   | 0,3       | -0,7   | -21,8       | -0,5                | 0,0                 | 7,4    | 3,7   | -19,4    | 4,0      | -41,5       | -40,8                      | 0,0                           | -19,0       |
| Strumenti di debito                          | -137,2   | 31,9  | 4,1       | 13,0   | 3,0         | -6,4                | 18,2                | 7,5    | -1,0  | -26,4    | 0,4      | -66,1       | -62,5                      | -1,1                          | -19,9       |
| Obbligazioni e note                          | -90,8  | 46,7  | 3,7       | 10,8   | 24,6        | -6,7                | 14,2                | 2,5    | -0,5  | -17,9    | -0,1     | -47,6       | -55,4                      | -1,5                          | -17,0       |
| Strumenti di mercato monetario               | -46,4  | -14,7   | 0,4       | 2,2    | -21,6       | 0,2                 | 4,0                 | 5,0    | -0,5  | -8,5     | 0,4      | -18,5       | -7,1                       | 0,4                           | -2,9        |
| <b>Altri investimenti</b>                    | 183,2  | -258,8  | -2,9      | -17,7  | -268,7      | 46,6                | -16,1               | -5,4   | -5,3  | 69,9     | 54,8     | 64,6        | 179,0                      | 11,1                          | 73,3        |
| Attività                                     | -499,0   | -294,5  | -17,1     | -12,7  | -305,5      | 39,4                | 1,4                 | 0,7    | -8,3  | -4,4     | -62,9    | -140,9      | 34,6                       | -6,7                          | -16,4       |
| Amministrazioni pubbliche                    | -5,2   | -5,8  | -0,2      | -0,1   | -5,8        | -0,4                | 0,7                 | 0,0    | 0,0   | 0,0      | 0,1      | 0,1         | 0,0                        | 1,2                           | -0,9        |
| IFM  | -492,1   | -280,8  | -14,3     | -11,6  | -291,9      | 36,3                | 0,7                 | 0,0    | -9,9  | 1,7      | -58,1    | -53,5       | -18,4                      | -7,9                          | -65,3       |
| Altri settori                                | -1,7   | -7,9  | -2,6      | -1,0   | -7,8        | 3,4                 | 0,0                 | 0,6    | 1,7   | -6,1     | -5,0     | -87,5       | 52,9                       | 0,0                           | 49,7        |
| Passività                                    | -682,2   | -35,7   | -14,3     | 5,0    | -36,8       | -7,2                | 17,5                | 6,1    | -3,0  | -74,4    | -117,8   | -205,4      | -144,4                     | -17,8                         | -89,8       |
| Amministrazioni pubbliche                    | 5,0  | 2,0   | 0,0       | -0,1   | 0,6         | 0,0                 | 1,4                 | 0,0    | 0,0   | -0,1     | 0,0      | 0,3         | 0,0                        | 3,0                           | -0,2        |
| IFM  | -582,1   | -22,5   | -14,0     | 6,9    | -18,2       | -5,1                | 7,9                 | 3,0    | -3,2  | -76,4    | -102,1   | -95,5       | -151,8                     | -20,6                         | -112,8      |
| Altri settori                                | -105,1   | -15,2   | -0,2      | -1,8   | -19,2       | -2,1                | 8,1                 | 3,0    | 0,2   | 2,2      | -15,6    | -110,2      | 7,4                        | -0,2                          | 23,3        |

Fonte: BCE.

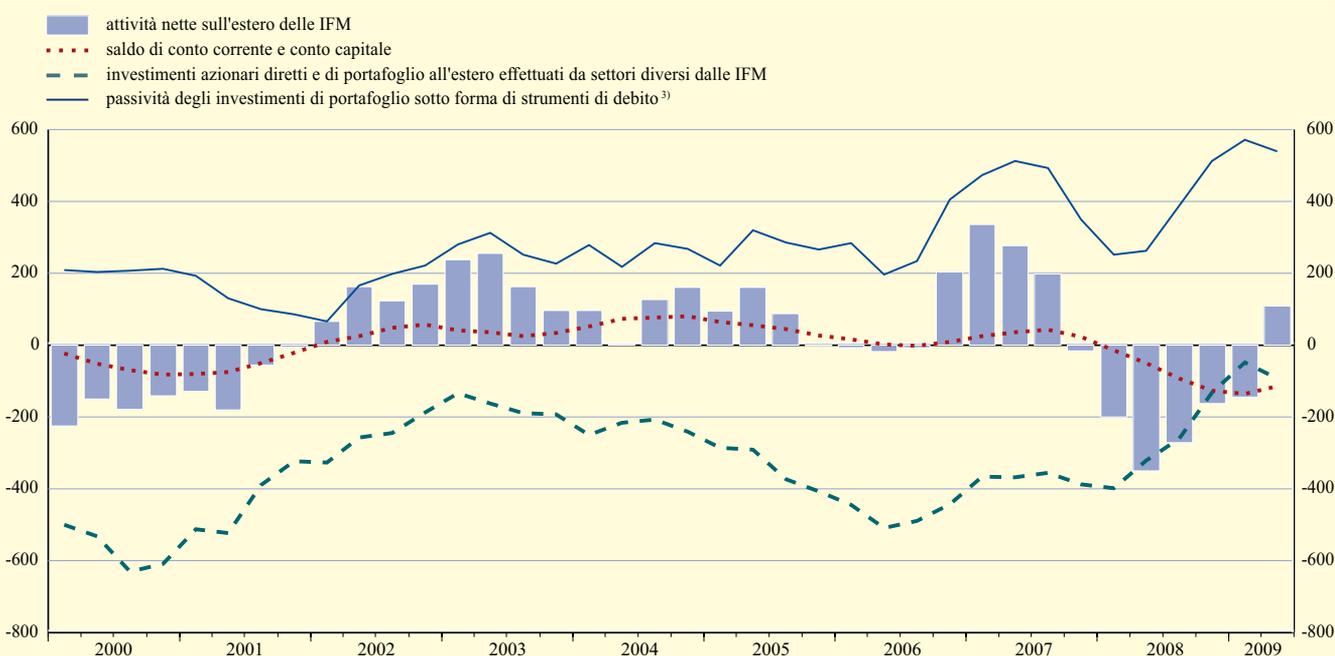
### 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni)

|   | Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3 |   |   |   |                      |                                      |   |  |                                     |                       |                                      | Per<br>memoria:<br>transazioni<br>nella<br>controparte<br>estera<br>di M3 |
|---|--|---|---|---|----------------------|--------------------------------------|---|--|-------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------|---|
|   | Saldo<br>di conto<br>corrente<br>e conto<br>capitale   | Investimenti diretti  |   | Investimenti di portafoglio                     |                      |                                      | Altri investimenti                              |  | Strumenti<br>finanziari<br>derivati | Errori<br>e omissioni | Totale<br>delle colonne<br>da 1 a 10 |   |
|   |  | All'estero<br>da residenti<br>(istituzioni<br>diverse<br>dalle IFM) | Nell'area<br>dell'euro<br>da non<br>residenti | Attività<br>istituzioni<br>diverse<br>dalle IFM | Passività            |                                      | Attività<br>istituzioni<br>diverse<br>dalle IFM | Passività<br>istituzioni<br>diverse<br>dalle IFM |                                     |                       |                                      |   |
|   |  |   |   |   | Azioni <sup>2)</sup> | Strumenti<br>di debito <sup>3)</sup> |   |  |                                     |                       |                                      |   |
| 1   | 2  | 3   | 4   | 5   | 6                    | 7                                    | 8   | 9  | 10                                  | 11                    | 12                                   |   |
| 2006  | 8,0  | -391,6  | 261,8   | -271,8  | 187,0                | 404,8                                | -256,5  | 229,9  | -0,3                                | 13,3                  | 184,7                                | 204,0   |
| 2007  | 22,8   | -457,6  | 405,8   | -199,2  | 112,5                | 349,0                                | -384,8  | 226,8  | -64,8                               | -14,1                 | -3,6                                 | -16,0   |
| 2008  | -126,2   | -325,0  | 135,1   | 42,1  | -175,4               | 512,1                                | -153,7  | 66,4   | -65,6                               | -31,7                 | -121,9                               | -162,6  |
| 2008 2° trim.                               | -38,6  | -31,1   | -11,9   | -74,1   | -40,7                | 142,0                                | -30,4   | -21,7  | -11,8                               | 5,6                   | -112,7                               | -147,6  |
| 3° trim.                                    | -31,2  | -107,4  | 73,3  | 27,2  | -86,9                | 170,5                                | -27,3   | -8,1   | -8,3                                | -25,3                 | -23,4                                | 0,0   |
| 4° trim.                                    | -28,9  | -48,9   | -15,0   | 123,3   | -93,7                | 142,8                                | -18,1   | 34,8   | -13,2                               | -10,4                 | 72,7                                 | 75,0  |
| 2009 1° trim.                               | -36,6  | -78,8   | 41,1  | 38,0  | -48,2                | 115,4                                | -11,8   | -53,5  | -5,3                                | -19,1                 | -59,0                                | -71,5   |
| 2° trim.                                    | -17,4  | -82,7   | 91,9  | -63,9   | 46,9                 | 110,1                                | 63,4  | -72,9  | 20,3                                | 7,3                   | 102,8                                | 106,0   |
| 2008 ago.                                   | -14,6  | -20,7   | 10,9  | 0,6   | -13,0                | 27,1                                 | 16,3  | -12,4  | -10,2                               | 3,0                   | -12,9                                | -10,7   |
| set.  | -9,9   | -48,2   | 27,8  | 23,2  | -37,8                | 104,8                                | -25,8   | -12,7  | 3,2                                 | -13,3                 | 11,2                                 | 19,7  |
| ott.  | -8,4   | -5,9  | 0,3   | 75,0  | -90,7                | 90,7                                 | -59,3   | 46,4   | 0,6                                 | -4,2                  | 44,5                                 | 57,5  |
| nov.  | -15,4  | -35,0   | -18,4   | 16,4  | 1,9                  | 59,9                                 | 12,2  | 9,3  | -10,4                               | 4,9                   | 25,5                                 | 10,1  |
| dic.  | -5,1   | -8,0  | 3,0   | 31,9  | -4,8                 | -7,8                                 | 28,9  | -20,9  | -3,4                                | -11,2                 | 2,6                                  | 7,4   |
| 2009 gen.                                   | -23,8  | -21,1   | 11,5  | -3,3  | -61,6                | 43,7                                 | -3,7  | -43,7  | 3,4                                 | -8,0                  | -106,7                               | -107,2  |
| feb.  | -4,9   | -19,5   | 13,0  | 19,6  | 7,0                  | 53,7                                 | 6,8   | -17,3  | -1,3                                | -6,3                  | 50,8                                 | 46,0  |
| mar.  | -7,9   | -38,2   | 16,6  | 21,6  | 6,4                  | 18,0                                 | -15,0   | 7,6  | -7,3                                | -4,9                  | -3,0                                 | -10,3   |
| apr.  | -8,2   | -56,8   | 69,3  | -21,9   | -26,7                | 57,5                                 | -6,4  | 21,8   | 8,9                                 | -7,9                  | 29,6                                 | 34,3  |
| mag.  | -13,0  | -12,5   | 19,7  | -35,4   | 39,3                 | 26,3                                 | 84,0  | -110,1   | 9,2                                 | 7,7                   | 15,1                                 | 31,3  |
| giu.  | 3,8  | -13,5   | 2,9   | -6,7  | 34,3                 | 26,3                                 | -14,2   | 15,4   | 2,3                                 | 7,5                   | 58,2                                 | 40,4  |
| lug.  | 10,7   | -6,6  | 17,2  | -17,3   | 33,6                 | -26,7                                | 9,1   | -20,0  | 7,7                                 | -1,0                  | 6,6                                  | 12,7  |
| ago.  | -3,5   | -13,7   | 20,0  | -13,5   | 46,1                 | 34,9                                 | -5,8  | -24,2  | -5,9                                | 3,4                   | 37,7                                 | 30,5  |
| <i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i> |  |   |   |   |                      |                                      |   |  |                                     |                       |                                      |   |
| 2009 ago.                                   | -85,7  | -279,0  | 183,0   | 89,6  | -53,0                | 481,2                                | 10,9  | -148,6   | 6,8                                 | -33,2                 | 172,0                                | 172,3   |

### F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



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 merceologica <sup>1)</sup>

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

|  | Totale (non dest.) |              | Esportazioni (f.o.b.) |                      |                 |   |                | Importazioni (c.i.f.) |                 |   |          |         |       |
|--|--------------------|--------------|-----------------------|----------------------|-----------------|---|----------------|-----------------------|-----------------|---|----------|---------|-------|
|  | Esportazioni       | Importazioni | Totale                |                      |                 | Per memoria:<br>Settore<br>manifatturiero | Totale         |                       |                 | Per memoria:<br>Settore<br>manifatturiero | Petrolio |         |       |
|  |                    |              | Beni intermedi        | Beni di investimento | Beni di consumo |   | Beni intermedi | Beni di investimento  | Beni di consumo |   |          |         |       |
|  | 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          | 1.507,6               | 739,5                | 326,4           | 401,3                                     | 1.282,9        | 1.492,2               | 913,8           | 234,4                                     | 323,2    | 1.020,0 | 227,5 |
| 2008   | 3,7                | 8,4          | 1.560,4               | 765,0                | 334,9           | 410,9                                     | 1.302,5        | 1.607,4               | 1.021,3         | 231,3                                     | 331,5    | 1.019,9 | 295,2 |
| 2008 3° trim.  | 5,4                | 13,5         | 397,9                 | 196,7                | 84,4            | 102,9                                     | 329,8          | 415,4                 | 271,7           | 59,0                                      | 83,5     | 257,4   | 87,8  |
| 4° trim.   | -4,8               | -1,8         | 367,1                 | 173,8                | 81,2            | 95,5                                      | 304,3          | 376,3                 | 229,9           | 56,1                                      | 81,7     | 241,9   | 55,7  |
| 2009 1° trim.  | -20,9              | -21,1        | 310,9                 | 149,4                | 65,6            | 86,4                                      | 258,9          | 320,4                 | 181,4           | 49,4                                      | 78,6     | 212,7   | 35,6  |
| 2° trim.   | -23,5              | -27,3        | 308,2                 | 149,4                | 63,4            | 84,6                                      | 253,4          | 304,7                 | 169,4           | 47,5                                      | 76,1     | 201,6   | 41,3  |
| 2009 mar.  | -14,9              | -18,1        | 104,7                 | 50,8                 | 22,2            | 28,9                                      | 88,1           | 106,3                 | 59,4            | 16,8                                      | 26,2     | 71,1    | 12,6  |
| apr.   | -26,3              | -27,6        | 103,5                 | 50,8                 | 21,1            | 28,4                                      | 86,2           | 103,4                 | 57,4            | 16,2                                      | 25,5     | 68,3    | 13,0  |
| mag.   | -22,8              | -27,7        | 102,0                 | 48,9                 | 21,2            | 28,0                                      | 84,3           | 100,5                 | 55,5            | 15,7                                      | 25,2     | 67,2    | 13,7  |
| giu.   | -21,3              | -26,7        | 102,7                 | 49,7                 | 21,1            | 28,3                                      | 82,8           | 100,8                 | 56,5            | 15,6                                      | 25,4     | 66,1    | 14,7  |
| lug.   | -18,1              | -29,0        | 107,6                 | 52,0                 | 22,6            | 29,4                                      | 89,7           | 101,6                 | 57,6            | 15,4                                      | 25,7     | 66,6    | 15,7  |
| ago.   | -23,0              | -26,6        | 101,3                 |                      |                 |   | 81,7           | 100,3                 |                 |   |          | 65,3    |       |
| Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2) |                    |              |                       |                      |                 |   |                |                       |                 |   |          |         |       |
| 2007   | 8,6                | 6,8          | 144,4                 | 141,3                | 153,1           | 144,6                                     | 142,1          | 129,2                 | 123,1           | 143,3                                     | 141,5    | 134,8   | 107,7 |
| 2008   | 1,3                | 0,4          | 146,1                 | 140,6                | 156,6           | 146,5                                     | 142,8          | 128,9                 | 122,3           | 142,7                                     | 142,4    | 133,2   | 108,9 |
| 2008 3° trim.  | 2,4                | 1,9          | 147,6                 | 142,3                | 158,3           | 145,9                                     | 144,3          | 127,7                 | 121,4           | 147,6                                     | 143,2    | 134,0   | 109,5 |
| 4° trim.   | -7,4               | -5,0         | 136,5                 | 126,6                | 149,7           | 136,2                                     | 131,2          | 122,7                 | 114,9           | 134,3                                     | 136,7    | 122,7   | 107,6 |
| 2009 1° trim.  | -20,9              | -15,2        | 117,6                 | 112,4                | 120,2           | 124,5                                     | 111,9          | 113,1                 | 104,3           | 117,5                                     | 130,8    | 109,3   | 99,4  |
| 2° trim.   | -22,4              | -19,7        | 117,8                 | 114,2                | 117,3           | 122,2                                     | 111,3          | 108,4                 | 97,4            | 113,7                                     | 130,1    | 105,9   | 97,2  |
| 2009 mar.  | -14,7              | -11,7        | 119,2                 | 115,6                | 121,5           | 124,8                                     | 114,6          | 112,2                 | 102,3           | 118,7                                     | 131,0    | 109,4   | 101,5 |
| apr.   | -25,5              | -21,0        | 118,8                 | 116,2                | 117,6           | 124,1                                     | 113,8          | 110,9                 | 99,8            | 116,1                                     | 131,7    | 107,4   | 99,8  |
| mag.   | -21,9              | -20,4        | 117,3                 | 112,6                | 117,6           | 120,7                                     | 111,0          | 107,5                 | 96,1            | 112,3                                     | 128,6    | 105,8   | 98,1  |
| giu.   | -19,8              | -17,5        | 117,3                 | 114,0                | 116,6           | 121,8                                     | 109,0          | 106,8                 | 96,2            | 112,6                                     | 130,2    | 104,6   | 93,7  |
| lug.   | -16,1              | -18,3        | 122,5                 | 119,1                | 124,2           | 125,2                                     | 117,3          | 107,1                 | 97,4            | 112,3                                     | 130,7    | 105,2   | 98,2  |
| ago.   |                    |              |                       |                      |                 |   |                |                       |                 |   |          |         |       |

### 2. Prezzi <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

|                     | Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup> |                |                      |                 |                 |                              |                                | Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.) |                      |                 |                 |                              |       |      |
|---------------------|--|----------------|----------------------|-----------------|-----------------|------------------------------|--------------------------------|---|----------------------|-----------------|-----------------|------------------------------|-------|------|
|                     | Totale<br>(indice<br>2005=100)   | Totale         |                      |                 |                 | Per<br>memoria:<br>Manufatti | Totale<br>(indice<br>2005=100) | Totale  |                      |                 |                 | Per<br>memoria:<br>Manufatti |       |      |
|                     |  | Beni intermedi | Beni di investimento | Beni di consumo | Beni energetici |                              |                                | Beni intermedi  | Beni di investimento | 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  |
| 2009 1° trim.       | 101,2  | -1,3           | -1,1                 | 1,3             | 1,4             | -32,3                        | -1,4                           | 101,4   | -8,4                 | -4,0            | -0,3            | 2,7                          | -27,9 | -2,4 |
| 2° trim.            | 100,9  | -2,8           | -3,9                 | 1,5             | 0,9             | -36,4                        | -2,7                           | 101,5   | -12,4                | -6,5            | 0,1             | 1,4                          | -35,3 | -4,2 |
| 3° trim.            | 100,8  | -4,0           | -6,1                 | 0,7             | 0,4             | -34,4                        | -3,8                           |   |                      |                 |                 |                              |       |      |
| 2009 apr.           | 100,8  | -2,1           | -2,9                 | 1,8             | 1,1             | -36,0                        | -2,1                           | 100,5   | -10,7                | -5,4            | 0,5             | 2,3                          | -33,6 | -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                          | -37,1 | -4,5 |
| giu.                | 101,1  | -3,3           | -4,9                 | 1,4             | 0,7             | -35,4                        | -3,2                           | 102,8   | -13,2                | -7,3            | -0,3            | 0,6                          | -34,9 | -5,0 |
| lug.                | 100,8  | -4,0           | -5,7                 | 1,3             | 0,5             | -39,1                        | -3,8                           | 101,6   | -15,0                | -8,1            | -0,6            | 0,6                          | -39,2 | -5,4 |
| ago.                | 101,1  | -3,6           | -6,1                 | 0,8             | 0,7             | -30,5                        | -3,5                           | 103,4   | -12,2                | -7,6            | -1,0            | -0,3                         | -31,4 | -4,8 |
| set.                | 100,6  | -4,4           | -6,6                 | -0,1            | 0,0             | -33,4                        | -4,2                           |   |                      |                 |                 |                              |       |      |

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), poiché 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<br>(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    |
| <b>Esportazioni (f.o.b.)</b>                 |         |   |        |             |                     |        |          |         |             |        |          |        |                |             |       |
| 2007   | 1.507,6 | 34,1  | 55,6   | 230,9       | 216,3               | 67,9   | 82,3     | 41,5    | 195,9       | 295,9  | 60,6     | 34,3   | 87,6           | 61,9        | 137,8 |
| 2008   | 1.560,4 | 35,0  | 54,1   | 221,5       | 231,3               | 78,4   | 86,6     | 42,9    | 187,6       | 308,1  | 65,7     | 33,7   | 100,4          | 68,3        | 146,2 |
| 2008 1° trim.                                | 397,4   | 8,8   | 14,0   | 57,4        | 58,8                | 19,7   | 21,4     | 12,4    | 49,6        | 79,0   | 17,2     | 8,8    | 24,0           | 16,2        | 36,0  |
| 2° trim.                                     | 398,0   | 9,1   | 14,5   | 58,3        | 60,3                | 20,2   | 22,2     | 11,4    | 47,4        | 77,7   | 16,8     | 8,5    | 24,8           | 16,7        | 35,5  |
| 3° trim.                                     | 397,9   | 9,1   | 14,1   | 56,2        | 60,1                | 20,8   | 21,8     | 10,8    | 46,6        | 76,9   | 16,0     | 8,2    | 26,7           | 17,9        | 37,1  |
| 4° trim.                                     | 367,1   | 8,0   | 11,6   | 49,7        | 52,2                | 17,7   | 21,2     | 8,4     | 43,9        | 74,5   | 15,7     | 8,1    | 24,8           | 17,5        | 37,6  |
| 2009 1° trim.                                | 310,9   | 7,3   | 10,0   | 42,4        | 43,7                | 12,6   | 19,9     | 7,7     | 40,0        | 65,1   | 15,4     | 7,1    | 23,4           | 12,8        | 26,1  |
| 2° trim.                                     | 308,2   | 6,4   | 9,6    | 42,4        | 42,1                | 12,1   | 19,2     | 8,3     | 37,5        | 70,2   | 16,7     | 7,0    | 22,7           | 12,3        | 25,6  |
| 2009 mar.                                    | 104,7   | 2,4   | 3,4    | 14,2        | 14,7                | 4,1    | 6,5      | 2,7     | 14,0        | 22,6   | 5,6      | 2,2    | 7,7            | 4,2         | 8,0   |
| apr.   | 103,5   | 2,3   | 3,2    | 14,1        | 14,2                | 4,2    | 6,4      | 2,7     | 12,7        | 23,1   | 5,6      | 2,4    | 7,6            | 4,2         | 8,7   |
| mag.   | 102,0   | 2,1   | 3,1    | 13,8        | 14,0                | 3,8    | 6,4      | 2,8     | 12,4        | 23,4   | 5,6      | 2,3    | 7,5            | 4,1         | 8,6   |
| giu.   | 102,7   | 2,0   | 3,3    | 14,4        | 13,9                | 4,1    | 6,4      | 2,8     | 12,4        | 23,7   | 5,5      | 2,4    | 7,5            | 4,0         | 8,3   |
| lug.   | 107,6   | 2,3   | 3,6    | 15,0        | 14,8                | 4,2    | 6,5      | 3,0     | 12,5        | 24,0   | 5,7      | 2,6    | 7,6            | 5,2         | 8,9   |
| ago.   | 101,3   | .   | .      | .           | .                   | 3,8    | 6,4      | 3,0     | 11,5        | 23,6   | 5,6      | 2,2    | 7,4            | 4,3         | .     |
| <i>percentuale delle esportazioni totali</i> |         |   |        |             |                     |        |          |         |             |        |          |        |                |             |       |
| 2008   | 100,0   | 2,2   | 3,5    | 14,2        | 14,8                | 5,0    | 5,6      | 2,7     | 12,0        | 19,8   | 4,2      | 2,2    | 6,4            | 4,4         | 9,4   |
| <b>Importazioni (c.i.f.)</b>                 |         |   |        |             |                     |        |          |         |             |        |          |        |                |             |       |
| 2007   | 1.492,2 | 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        | 94,4  |
| 2008   | 1.607,4 | 30,3  | 52,4   | 165,6       | 185,8               | 122,0  | 69,7     | 32,4    | 137,6       | 481,2  | 184,3    | 57,0   | 140,9          | 81,8        | 107,9 |
| 2008 1° trim.                                | 404,9   | 7,4   | 13,8   | 43,8        | 46,3                | 30,6   | 16,8     | 8,6     | 34,7        | 122,0  | 44,7     | 14,8   | 34,9           | 20,4        | 25,6  |
| 2° trim.                                     | 410,8   | 7,9   | 13,7   | 42,8        | 47,7                | 32,3   | 17,5     | 8,5     | 33,7        | 121,5  | 45,1     | 14,6   | 37,3           | 20,2        | 27,5  |
| 3° trim.                                     | 415,4   | 7,8   | 13,4   | 42,0        | 48,0                | 34,3   | 17,9     | 8,2     | 35,4        | 124,0  | 48,0     | 14,1   | 37,9           | 21,3        | 25,1  |
| 4° trim.                                     | 376,3   | 7,2   | 11,6   | 36,9        | 43,7                | 24,8   | 17,4     | 7,1     | 33,7        | 113,6  | 46,5     | 13,5   | 30,7           | 19,9        | 29,7  |
| 2009 1° trim.                                | 320,4   | 6,9   | 9,4    | 31,7        | 39,0                | 17,8   | 16,7     | 6,6     | 33,1        | 99,0   | 42,1     | 11,4   | 23,9           | 14,9        | 21,4  |
| 2° trim.                                     | 304,7   | 6,2   | 8,9    | 30,1        | 38,3                | 18,1   | 16,1     | 6,3     | 28,2        | 92,7   | 39,8     | 10,2   | 23,0           | 14,2        | 22,5  |
| 2009 mar.                                    | 106,3   | 2,3   | 3,1    | 10,5        | 13,5                | 6,2    | 5,5      | 2,3     | 11,9        | 32,7   | 13,8     | 3,5    | 7,5            | 5,1         | 5,8   |
| apr.   | 103,4   | 2,1   | 2,9    | 10,1        | 12,9                | 5,8    | 5,5      | 2,0     | 9,3         | 31,7   | 13,8     | 3,4    | 7,9            | 4,8         | 8,3   |
| mag.   | 100,5   | 2,1   | 2,9    | 10,1        | 12,7                | 5,9    | 5,3      | 2,1     | 9,8         | 30,6   | 13,1     | 3,4    | 7,3            | 4,6         | 7,0   |
| giu.   | 100,8   | 2,0   | 3,0    | 10,0        | 12,7                | 6,4    | 5,3      | 2,1     | 9,1         | 30,4   | 12,9     | 3,4    | 7,8            | 4,8         | 7,3   |
| lug.   | 101,6   | 2,3   | 3,3    | 10,3        | 13,1                | 6,8    | 5,3      | 2,2     | 9,0         | 30,3   | 12,5     | 3,3    | 7,6            | 4,9         | 6,5   |
| ago.   | 100,3   | .   | .      | .           | .                   | 6,5    | 5,3      | 2,1     | 8,5         | 30,2   | 12,6     | 3,2    | 7,2            | 4,7         | .     |
| <i>percentuale delle importazioni totali</i> |         |   |        |             |                     |        |          |         |             |        |          |        |                |             |       |
| 2008   | 100,0   | 1,9   | 3,3    | 10,3        | 11,6                | 7,6    | 4,3      | 2,0     | 8,6         | 29,9   | 11,5     | 3,5    | 8,7            | 5,1         | 6,7   |
| <b>Saldo</b>                                 |         |   |        |             |                     |        |          |         |             |        |          |        |                |             |       |
| 2007   | 15,4    | 5,3   | 3,4    | 61,3        | 46,7                | -34,2  | 15,1     | 9,0     | 64,2        | -159,7 | -112,1   | -24,8  | -25,8          | -13,4       | 43,4  |
| 2008   | -47,0   | 4,7   | 1,8    | 56,0        | 45,5                | -43,6  | 16,9     | 10,5    | 50,0        | -173,1 | -118,6   | -23,3  | -40,5          | -13,6       | 38,4  |
| 2008 1° trim.                                | -7,5    | 1,5   | 0,3    | 13,5        | 12,5                | -10,9  | 4,6      | 3,8     | 14,9        | -43,0  | -27,5    | -5,9   | -10,9          | -4,2        | 10,4  |
| 2° trim.                                     | -12,8   | 1,2   | 0,8    | 15,5        | 12,5                | -12,2  | 4,6      | 2,8     | 13,7        | -43,8  | -28,3    | -6,1   | -12,5          | -3,5        | 8,1   |
| 3° trim.                                     | -17,5   | 1,2   | 0,7    | 14,2        | 12,1                | -13,5  | 4,0      | 2,6     | 11,2        | -47,2  | -32,0    | -5,9   | -11,2          | -3,5        | 11,9  |
| 4° trim.                                     | -9,2    | 0,8   | 0,0    | 12,7        | 8,5                 | -7,0   | 3,8      | 1,3     | 10,2        | -39,1  | -30,8    | -5,4   | -5,9           | -2,4        | 7,9   |
| 2009 1° trim.                                | -9,5    | 0,5   | 0,6    | 10,7        | 4,6                 | -5,2   | 3,3      | 1,1     | 6,9         | -33,9  | -26,7    | -4,4   | -0,5           | -2,2        | 4,6   |
| 2° trim.                                     | 3,6     | 0,1   | 0,7    | 12,2        | 3,8                 | -6,0   | 3,1      | 2,1     | 9,3         | -22,5  | -23,0    | -3,1   | -0,4           | -1,9        | 3,0   |
| 2009 mar.                                    | -1,6    | 0,1   | 0,3    | 3,8         | 1,3                 | -2,0   | 1,0      | 0,4     | 2,2         | -10,1  | -8,2     | -1,3   | 0,2            | -0,8        | 2,2   |
| apr.   | 0,1     | 0,1   | 0,3    | 4,1         | 1,3                 | -1,7   | 0,9      | 0,7     | 3,4         | -8,5   | -8,2     | -1,1   | -0,3           | -0,6        | 0,4   |
| mag.   | 1,5     | 0,0   | 0,1    | 3,8         | 1,2                 | -2,1   | 1,0      | 0,7     | 2,7         | -7,2   | -7,4     | -1,1   | 0,2            | -0,5        | 1,5   |
| giu.   | 1,9     | 0,0   | 0,3    | 4,4         | 1,3                 | -2,3   | 1,2      | 0,6     | 3,3         | -6,7   | -7,4     | -0,9   | -0,3           | -0,8        | 1,1   |
| lug.   | 6,0     | 0,0   | 0,2    | 4,7         | 1,7                 | -2,6   | 1,2      | 0,9     | 3,5         | -6,2   | -6,8     | -0,7   | 0,0            | 0,2         | 2,5   |
| ago.   | 1,0     | .   | .      | .           | .                   | -2,7   | 1,0      | 0,9     | 2,9         | -6,6   | -7,0     | -1,0   | 0,2            | -0,4        | .     |

Fonte: Eurostat.

# 8

## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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    | 114,2     | 108,8     | .                       | .           | .           | 122,4    | 112,0     |
| 2008 ott.  | 107,9    | 108,3     | 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    | 113,5     | 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    | 114,2     | 108,4     | -                       | -           | -           | 122,0    | 112,0     |
| lug.   | 113,8    | 113,7     | 108,0     | -                       | -           | -           | 121,9    | 111,5     |
| ago.   | 113,9    | 113,9     | 108,3     | -                       | -           | -           | 122,0    | 111,7     |
| set.   | 115,2    | 115,0     | 110,1     | -                       | -           | -           | 123,5    | 112,7     |
| ott.   | 116,6    | 116,3     | 111,5     | -                       | -           | -           | 124,6    | 113,6     |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i>  |          |           |           |                         |             |             |          |           |
| 2009 ott.  | 1,2      | 1,1       | 1,3       | -                       | -           | -           | 0,9      | 0,8       |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> |          |           |           |                         |             |             |          |           |
| 2009 ott.  | 8,1      | 7,4       | 6,5       | -                       | -           | -           | 8,0      | 6,8       |

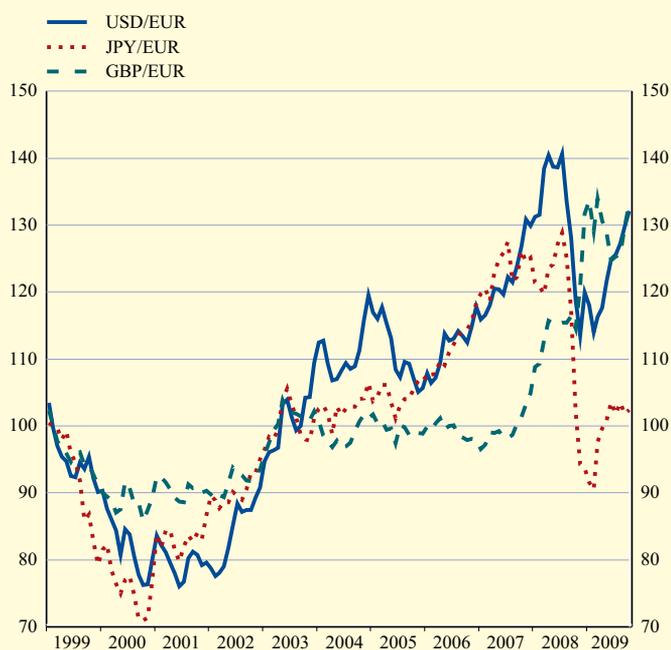
### F36 Tassi di cambio effettivi

(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 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              |
| ott.   | 7,4438                        | 10,3102              | 0,91557                        | 1,4816                      | 133,91            | 1,5138          | 1.739,94                     | 11,4828              | 2,0714               | 1,5619           | 8,3596           | 1,6341              |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i>  |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | 0,0                           | 1,1                  | 2,7                            | 1,7                         | 0,6               | -0,1            | -1,6                         | 1,7                  | 0,0                  | -0,8             | -2,8             | -3,3                |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | -0,1                          | 4,7                  | 16,4                           | 11,2                        | 0,3               | -0,4            | -1,1                         | 11,1                 | 5,3                  | -0,2             | -2,7             | -15,5               |
|  | 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 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           |                  |                     |
| ott.   | 25,861                        | 15,6466              | 0,7088                         | 3,4528                      | 268,49            | 4,2146          | 1,9558                       | 4,2871               | 7,2419               | 2,1823           |                  |                     |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i>  |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | 2,0                           | 0,0                  | 0,7                            | 0,0                         | -1,2              | 1,4             | 0,0                          | 1,1                  | -0,9                 | 0,5              |                  |                     |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | 4,4                           | 0,0                  | -0,1                           | 0,0                         | 3,2               | 17,8            | 0,0                          | 14,4                 | 1,1                  | 11,3             |                  |                     |
|  | Real brasiliano <sup>1)</sup> | Yuan renminbi cinese | Corona islandese <sup>2)</sup> | Rupia indiana <sup>3)</sup> | Rupia indonesiana | Ringgit malese  | Peso messicano <sup>1)</sup> | 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 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              |
| ott.   | 2,5771                        | 10,1152              | -                              | 69,2160                     | 14.057,25         | 5,0425          | 19,5856                      | 2,0065               | 69,419               | 43,6188          | 11,0938          | 49,504              |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i>  |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | -2,8                          | 1,7                  | -                              | -1,7                        | -2,0              | -0,9            | 0,3                          | -3,0                 | -0,8                 | -2,6             | 1,3              | 0,5                 |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> |                               |                      |                                |                             |                   |                 |                              |                      |                      |                  |                  |                     |
| 2009 ott.  | -11,5                         | 11,1                 | -                              | 7,2                         | 5,8               | 7,5             | 16,5                         | -8,3                 | 8,7                  | 23,9             | -14,2            | 7,9                 |

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         |
| 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         |
| 3° trim.  | 0,8      | -0,1            | 0,6       | -0,9    | 1,2      | 2,4      | 4,9      | 4,3     | 5,0     | 1,7    | 1,5         |
| 2009 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         |
| set.  | 0,2      | -0,3            | 0,5       | -1,7    | 0,1      | 2,3      | 4,8      | 4,0     | 4,9     | 1,4    | 1,1         |
| Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL            |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2006  | 3,0      | -2,6            | 5,2       | 2,3     | -0,5     | -0,4     | -9,3     | -3,6    | -2,2    | 2,5    | -2,7        |
| 2007  | 0,1      | -0,7            | 4,5       | 2,6     | -0,3     | -1,0     | -5,0     | -1,9    | -2,5    | 3,8    | -2,7        |
| 2008  | 1,8      | -2,1            | 3,4       | -2,7    | -4,1     | -3,2     | -3,8     | -3,6    | -5,5    | 2,5    | -5,0        |
| Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL            |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2006  | 22,7     | 29,4            | 31,3      | 4,5     | 10,7     | 18,0     | 65,6     | 47,7    | 12,4    | 45,9   | 43,2        |
| 2007  | 18,2     | 29,0            | 26,8      | 3,8     | 9,0      | 16,9     | 65,9     | 45,0    | 12,6    | 40,5   | 44,2        |
| 2008  | 14,1     | 30,0            | 33,5      | 4,6     | 19,5     | 15,6     | 72,9     | 47,2    | 13,6    | 38,0   | 52,0        |
| Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2009 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        |
| set.  | 7,45     | 5,01            | 3,65      | -       | 13,27    | 14,50    | 7,91     | 6,17    | 11,00   | 3,38   | 3,42        |
| Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo                               |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2009 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        |
| set.  | 5,11     | 1,88            | 1,76      | 5,58    | 11,58    | 7,07     | 8,78     | 4,18    | 9,05    | 0,55   | 0,61        |
| PIL a prezzi costanti   |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2007  | 6,2      | 6,1             | 1,6       | 7,2     | 10,0     | 9,8      | 1,2      | 6,8     | 6,2     | 2,6    | 2,6         |
| 2008  | 6,0      | 2,7             | -1,2      | -3,6    | -4,6     | 2,8      | 0,6      | 5,0     | 7,1     | -0,2   | 0,6         |
| 2009 1° trim.   | -3,5     | -4,5            | -3,6      | -15,0   | -18,6    | -13,1    | -5,6     | 1,3     | -6,2    | -6,5   | -5,0        |
| 2° trim.  | -4,9     | -5,5            | -7,0      | -16,1   | -17,4    | -19,7    | -7,3     | 1,1     | -8,7    | -6,1   | -5,5        |
| 3° trim.  | .        | .               | .         | .       | .        | -14,3    | .        | .       | .       | .      | -5,2        |
| Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL                                     |          |                 |           |         |          |          |          |         |         |        |             |
| 2007  | -27,2    | -2,6            | 1,5       | -16,8   | -20,4    | -12,8    | -6,1     | -3,6    | -12,9   | 8,5    | -2,5        |
| 2008  | -24,6    | -2,2            | 2,2       | -8,4    | -11,5    | -10,1    | -6,0     | -3,9    | -11,8   | 7,6    | -1,4        |
| 2008 4° trim.   | -30,9    | -5,2            | 2,0       | -3,5    | -6,5     | -3,4     | -6,1     | -4,6    | -8,3    | 5,5    | -1,9        |
| 2009 1° trim.   | -17,2    | 4,5             | 0,7       | 0,8     | 4,2      | 4,7      | 0,1      | 2,6     | -4,1    | 7,6    | -1,0        |
| 2° trim.  | -12,2    | -2,7            | 4,4       | 6,3     | 16,8     | 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     | 6,5      | 5,4      | 2,6     | .       | 4,7    | 3,0         |
| 2008  | 16,2     | 5,0             | 7,1       | 14,1    | 21,1     | 9,3      | 4,5      | 6,4     | .       | 2,6    | 2,5         |
| 2008 4° trim.   | 17,5     | 5,2             | 9,1       | 12,2    | 17,7     | 7,8      | -        | 12,0    | -       | 6,0    | 1,8         |
| 2009 1° trim.   | 16,1     | 5,8             | 6,2       | 10,0    | 8,2      | 14,2     | -        | 6,0     | -       | 8,4    | 2,9         |
| 2° trim.  | 14,2     | 4,9             | 9,9       | 3,4     | -1,7     | 10,8     | -        | 2,3     | -       | 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         |
| 2009 1° trim.   | 6,0      | 5,5             | 4,7       | 11,0    | 13,2     | 11,0     | 9,2      | 7,7     | 6,2     | 7,4    | 7,0         |
| 2° trim.  | 6,3      | 6,3             | 5,9       | 13,3    | 16,4     | 13,8     | 9,7      | 8,0     | 6,4     | 8,1    | 7,7         |
| 3° trim.  | 7,2      | 6,9             | 6,1       | .       | 18,7     | .        | 9,6      | 8,1     | .       | 8,6    | .           |
| 2009 mag.   | 6,3      | 6,3             | 5,9       | -       | 16,6     | 13,8     | 9,7      | 8,0     | 6,4     | 8,1    | 7,7         |
| giu.  | 6,5      | 6,5             | 6,1       | -       | 17,2     | 13,8     | 9,6      | 8,0     | 6,4     | 8,3    | 7,8         |
| lug.  | 6,8      | 6,7             | 6,0       | -       | 17,8     | 16,7     | 9,5      | 8,0     | .       | 8,4    | 7,8         |
| ago.  | 7,2      | 6,9             | 6,0       | -       | 18,6     | .        | 9,6      | 8,1     | .       | 8,6    | .           |
| set.  | 7,6      | 7,0             | 6,4       | -       | 19,7     | .        | 9,7      | 8,2     | .       | 8,7    | .           |

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

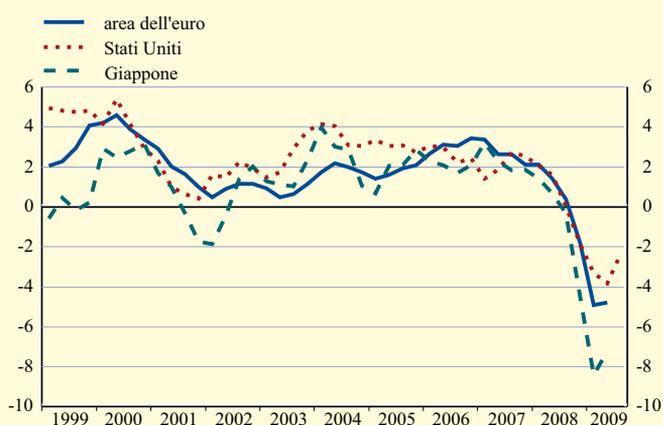
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

|               | Indice dei prezzi al consumo | Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> | Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> | Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero (dati di fine periodo) | Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro) | Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL | Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> 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   | 9,4                                     | 1,24   | 2,96  | 1,3029   | -9,9  | 59,7   |
| 2° trim.      | -1,2                         | -1,2  | -3,8                  | -14,6  | 9,3   | 8,6                                     | 0,84   | 3,95  | 1,3632   | -11,8   | 62,7   |
| 3° trim.      | -1,6                         | .   | -2,3                  | -10,8  | 9,6   | 7,6                                     | 0,41   | 3,61  | 1,4303   | .   | .  |
| 2009 giu.     | -1,4                         | .   | .                     | -14,8  | 9,5   | 9,0                                     | 0,62   | 3,95  | 1,4016   | .   | .  |
| lug.          | -2,1                         | .   | .                     | -13,5  | 9,4   | 8,2                                     | 0,52   | 3,90  | 1,4088   | .   | .  |
| ago.          | -1,5                         | .   | .                     | -11,6  | 9,7   | 7,9                                     | 0,42   | 3,77  | 1,4268   | .   | .  |
| set.          | -1,3                         | .   | .                     | -7,2   | 9,8   | 6,7                                     | 0,30   | 3,61  | 1,4562   | .   | .  |
| ott.          | .                            | .   | .                     | .  | .   | .                                       | 0,28   | 3,71  | 1,4816   | .   | .  |
| 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. | -0,1                         | 4,9   | -8,4                  | -34,6  | 4,5   | 2,1                                     | 0,67   | 1,33  | 122,04   | .   | .  |
| 2° trim.      | -1,0                         | .   | -7,2                  | -27,9  | 5,2   | 2,6                                     | 0,53   | 1,41  | 132,59   | .   | .  |
| 3° trim.      | -2,2                         | .   | .                     | -20,2  | .   | 2,8                                     | 0,40   | 1,45  | 133,82   | .   | .  |
| 2009 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                         | .   | .                     | -19,0  | 5,5   | 2,8                                     | 0,40   | 1,44  | 135,31   | .   | .  |
| set.          | -2,2                         | .   | .                     | -18,9  | .   | 3,0                                     | 0,36   | 1,45  | 133,14   | .   | .  |
| ott.          | .                            | .   | .                     | .  | .   | .                                       | 0,33   | 1,58  | 133,91   | .   | .  |

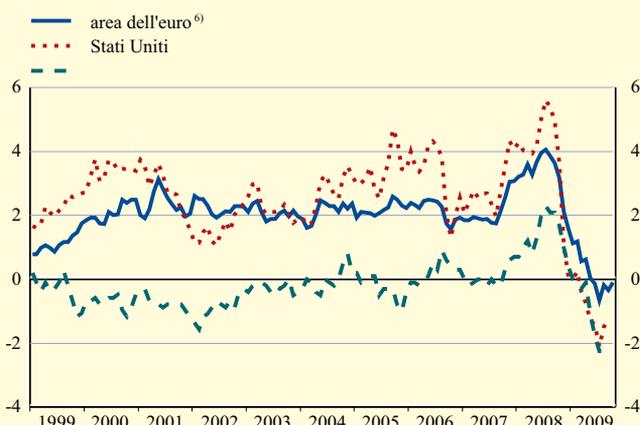
### F38 PIL a prezzi costanti

(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) Medie di periodo; M2 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   | <b>S12</b> |
| F2  | Contropartite  | <b>S12</b> |
| F3  | Componenti degli aggregati monetari  | <b>S13</b> |
| F4  | Componenti delle passività finanziarie a lungo termine   | <b>S13</b> |
| F5  | Prestiti ad altri intermediari finanziari e alle società non finanziarie   | <b>S14</b> |
| F6  | Prestiti alle famiglie   | <b>S15</b> |
| F7  | Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro   | <b>S16</b> |
| F8  | Prestiti a non residenti nell'area dell'euro   | <b>S16</b> |
| F9  | Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )   | <b>S17</b> |
| F10 | Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )  | <b>S17</b> |
| F11 | Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )  | <b>S18</b> |
| F12 | Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )                                   | <b>S18</b> |
| F13 | Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro   | <b>S19</b> |
| F14 | Disponibilità in titoli delle IFM  | <b>S20</b> |
| F15 | Attività totali dei fondi di investimento  | <b>S24</b> |
| F16 | Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro  | <b>S35</b> |
| F17 | Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati   | <b>S37</b> |
| F18 | Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente | <b>S38</b> |
| F19 | Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente | <b>S39</b> |
| F20 | Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro                                     | <b>S40</b> |
| F21 | Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente  | <b>S41</b> |
| F22 | Nuovi depositi con durata prestabilita   | <b>S43</b> |
| F23 | Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno   | <b>S43</b> |
| F24 | Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro   | <b>S44</b> |
| F25 | Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi  | <b>S44</b> |
| F26 | Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro  | <b>S45</b> |
| F27 | Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro  | <b>S45</b> |
| F28 | Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225   | <b>S46</b> |
| F29 | Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito  | <b>S59</b> |
| F30 | Debito (definizione di Maastricht)   | <b>S59</b> |
| F31 | Saldi di conto corrente  | <b>S60</b> |
| F32 | Conto dei beni   | <b>S60</b> |
| F33 | Conto dei servizi  | <b>S61</b> |
| F34 | Investimenti diretti e di portafoglio  | <b>S61</b> |
| F35 | Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM               | <b>S69</b> |
| F36 | Tassi di cambio effettivi  | <b>S72</b> |
| F37 | Tassi di cambio bilaterali   | <b>S72</b> |
| F38 | PIL a prezzi costanti  | <b>S75</b> |
| F39 | Indici dei prezzi al consumo   | <b>S75</b> |

## NOTE TECNICHE

### 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:

$$(b) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

#### SEZIONI 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 (per le 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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Monetary and financial statistics* 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<sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. 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 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 corrette<sup>3)</sup>. 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.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. 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 sezioni 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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Monetary and financial statistics*.
- 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 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 i

saldi calcolati a partire 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.

#### 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:

$$(k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli 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 riclassificazioni, 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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata 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 dei 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.

Come 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:

$$(o) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

## TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). 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 industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici vie-

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](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione *Monetary and financial statistics*.

ne 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.

## 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). 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 di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagiona-

lizzate 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.

## 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](http://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](mailto: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 4 novembre 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<sup>1)</sup> 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.

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nell'SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

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 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 (ORP) 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 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 consolda-

to 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, 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 in termini di: i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; 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 (ovvero 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 dati sulle 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 nella terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *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 del 1° dicembre 1998 concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>2)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>3)</sup>.

2) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

3) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

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.

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.

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 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 (sezioni da 4.1 a 4.4) 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 stagionalizzate, 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 stagionalizzato 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 Svensson<sup>4)</sup>. 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 termine<sup>5)</sup>. 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 specifici<sup>6)</sup>. 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 2007<sup>7)</sup>. 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 del-

4) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

5) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

6) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

7) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

l'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 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 lavoro<sup>8)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>9)</sup>. 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. 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

8) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

9) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

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, 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 2000<sup>10)</sup>, 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. 479/2009 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 pubbliche<sup>11)</sup>. 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>12)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>13)</sup>. 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 *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *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](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, 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,

10) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

11) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

12) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

13) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

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 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 o 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 o 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 composizione 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 il 27 settembre 2009. 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 princi-

pale 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 categories – 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 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, Giap-

pone, 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, Islanda, 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. A gennaio 2009 è stato inserito per la prima volta un tasso di riferimento per la rupia indiana nei confronti dell'euro. I valori precedenti al 1° gennaio 2009 sono 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 <sup>1)</sup>

### 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-

<sup>1)</sup> 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, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 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 agosto e ottobre 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](mailto: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.  
*La comunicazione della banca centrale in periodi di elevata incertezza*, novembre 2009.  
*L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria*, novembre 2009.  
*La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica*, novembre 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Pubblicazione 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. Dorrucci, 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

- 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.
- 1096 *The determinants of bank capital structure*, di R. Gropp e F. Heider, settembre 2009.
- 1097 *Monetary and fiscal policy aspects of indirect tax changes in a monetary union*, di A. Lipińska e L. von Thadden, ottobre 2009.
- 1098 *Gauging the effectiveness of quantitative forward guidance: evidence from three inflation targeters*, di M. Andersson e B. Hofmann, ottobre 2009.
- 1099 *Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model*, di G. Fernández de Córdoba, J. J. Pérez e J. L. Torres, ottobre 2009.
- 1100 *Weak and strong cross section dependence and estimation of large panels*, di A. Chudik, M. Hashem Pesaran ed E. Tosetti, ottobre 2009.
- 1101 *Fiscal variables and bond spreads – evidence from eastern European countries and Turkey*, di C. Nickel, P. C. Rother e J. C. Rülke, ottobre 2009.
- 1102 *Wage-setting behaviour in France: additional evidence from an ad hoc survey*, di J. Montornés e J.-B. Sauner-Leroy, ottobre 2009.
- 1103 *Inter-industry wage differentials: how much does rent sharing matter?*, di P. Du Caju, F. Rycx e I. Tojerow, ottobre 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 Borghezio, 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).  
*Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – September 2009*, ottobre 2009 (disponibile solo online).  
*Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning consumer protection and banking practices in Spain*, ottobre 2009 (disponibile solo online).  
*Letter from the ECB President to Mr Jim Higgins, Member of the European Parliament, concerning the ECB's considerations on issuing a €30 banknote*, ottobre 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](http://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.