



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

05 | 2009

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

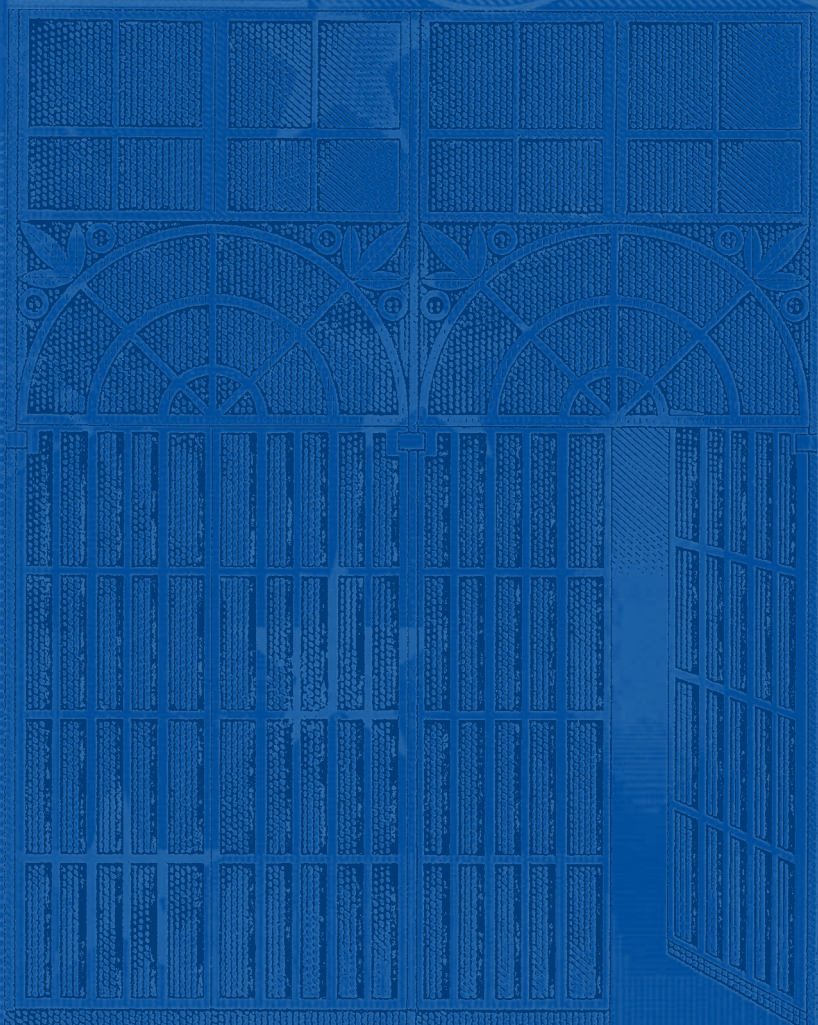
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

2000





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 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

Recapito 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 2 dicembre 2009.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

INDICE

EDITORIALE

DECISIONI DEL CONSIGLIO DIRETTIVO SUL GRADUALE RIENTRO DI ALCUNE MISURE NON CONVENZIONALI

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

La finanza pubblica

Proiezioni macroeconomiche
per l'area dell'euro formulate
dagli esperti dell'Eurosistema

I tassi di cambio e la bilancia
dei pagamenti

Riquadri:

- 1 Regimi di politica monetaria e stabilità macroeconomica **18**
- 2 Gli andamenti recenti dei contratti pronti contro termine **25**
- 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 12 agosto al 10 novembre 2009 **37**
- 4 Una valutazione degli andamenti recenti dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine **44**
- 5 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie: andamenti per settore **56**
- 6 Il comportamento dei risparmiatori nell'area dell'euro **73**
- 7 Andamenti recenti della produttività nell'area dell'euro **82**

5 8 Il rapporto del 2009 sulla sostenibilità pubblicato dalla Commissione europea **93**

9 Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio **97**

10 Previsioni formulate da altre organizzazioni **100**

11 Cambiamenti metodologici nella compilazione delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti e sulla posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro **108**

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO **SI**

ALLEGATI

97 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**

102 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2008 **V**

Glossario **XIII**

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
HWI	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 3 dicembre, 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 continua a essere adeguato. Considerato l'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 5 novembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Negli ultimi dati trova conferma anche il miglioramento dell'attività economica atteso per la seconda metà dell'anno, con un ritorno della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro su valori positivi nel terzo trimestre del 2009. Alcuni fattori che attualmente sostengono la ripresa hanno tuttavia carattere temporaneo. Il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area dell'euro nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che le prospettive restano soggette a elevata incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, a fronte del protratto rallentamento della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo quindi il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. 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.

Nella riunione del 3 dicembre il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché ciò non sarà necessario e in ogni caso almeno fino al termine del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2010, il 13 aprile. Questa procedura d'asta continuerà a essere utilizzata nelle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, che proseguiranno almeno nei primi tre periodi di mante-

nimento del 2010. Inoltre, il Consiglio direttivo ha stabilito che all'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 12 mesi, che sarà aggiudicata il 16 dicembre 2009, si applicherà il tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della sua durata. Infine, per quanto riguarda le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine effettuate nel primo trimestre del 2010, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre in data 31 marzo 2010 l'ultima operazione con scadenza a 6 mesi. Sarà adottata la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, come nel caso delle regolari operazioni mensili di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 3 mesi già annunciate per il primo trimestre del 2010.

Il miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari indica che non tutte le misure di liquidità sono altrettanto necessarie che in passato. Con queste decisioni, l'Eurosistema seguita a fornire un sostegno alla liquidità del settore bancario dell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato a condizioni assai vantaggiose e ad agevolare l'offerta di credito a favore dell'economia dell'area.

Per quanto riguarda l'analisi economica, l'attività dell'area dell'euro ha registrato un ulteriore miglioramento nel terzo trimestre del 2009, con il ritorno della crescita del PIL in termini reali su valori positivi dopo cinque trimestri di contrazione. La stima preliminare dell'Eurostat indica un incremento del PIL dello 0,4 per cento sul trimestre precedente. I risultati delle indagini disponibili suggeriscono il perdurare della ripresa nel quarto trimestre del 2009. Al momento l'area dell'euro beneficia del ciclo delle scorte e del recupero delle esportazioni, nonché dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Una serie di fattori che sostengono la ripresa ha tuttavia carattere temporaneo ed è probabile che l'attività risenta per un certo periodo del processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. Di conseguenza

ci si attende che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 ed è probabile che il processo di recupero risulti discontinuo.

Nelle loro proiezioni gli esperti dell'Eurosistema indicano un tasso di crescita annuo del PIL in termini reali compreso tra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, tra il +0,1 e il +1,5 nel 2010 e tra il +0,2 e il +2,2 nel 2011. L'intervallo relativo al 2010 è stato riveduto verso l'alto rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2009. Le previsioni delle organizzazioni internazionali sono sostanzialmente in linea con le proiezioni di questo dicembre elaborate dall'Eurosistema.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere 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 in atto e dagli altri interventi di politica economica potrebbero risultare più accentuati del previsto; il clima di fiducia potrebbe inoltre migliorare ulteriormente e il commercio con l'estero potrebbe registrare una ripresa più marcata di quanto anticipato. Al ribasso persistono invece i timori di interazioni negative più intense o prolungate delle attese fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche ed eventuali movimenti avversi dei mercati connessi alla correzione degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, conformemente alle aspettative il tasso di inflazione al consumo sui 12 mesi è tornato positivo nell'area dell'euro dopo cinque mesi in territorio negativo. In base alla stima rapida dell'Eurostat, in novembre è aumentato al +0,6 per cento, dal -0,1 di ottobre. Questo andamento è riconducibile soprattutto agli effetti base al rialzo connessi al calo dei prezzi delle materie prime osservato un anno fa a livello mondiale. L'inflazione dovrebbe registrare un ulteriore incremento nel breve periodo, principalmente a seguito di effetti base al rialzo relativi alla componente energetica e a quella alimentare. Successivamente ci si atten-

de che l'inflazione resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria, a fronte di dinamiche complessivamente contenute dei prezzi, dei costi e dei salari, in linea con una lenta ripresa 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 permangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Coerentemente con questa valutazione, le proiezioni di dicembre 2009 degli esperti dell'Eurosistema indicano un tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC dello 0,3 per cento nel 2009, tra lo 0,9 e l'1,7 per cento nel 2010 e tra lo 0,8 e il 2,0 per cento nel 2011. Rispetto all'esercizio di settembre, svolto dagli esperti della BCE, l'intervallo previsto per il 2010 rimane sostanzialmente invariato. Le previsioni diffuse dalle organizzazioni internazionali tracciano un quadro fondamentalmente simile.

I rischi per queste prospettive restano 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 l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni.

Passando all'analisi monetaria, i dati relativi a ottobre confermano la perdurante diminuzione dei tassi di crescita sui 12 mesi di M3, allo 0,3 per cento, e dei prestiti al settore privato, al -0,8 per cento. Questa flessione concomitante seguita a confortare la valutazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. Nel contempo, il tasso di crescita di M1 sui 12 mesi si è ridotto dal 12,8 all'11,8 per cento tra settembre e ottobre, principalmente per un effetto base.

Essendo influenzato da una serie di fattori straordinari, l'attuale rallentamento degli aggre-

gati monetari potrebbe sovrastimare la riduzione del ritmo dell'espansione monetaria di fondo. In primo luogo, alcuni effetti base connessi all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nell'autunno 2008 hanno inciso al ribasso sul tasso di crescita di M3 nei due mesi scorsi. In secondo luogo, ha influito in misura ancor più significativa il fatto che l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti fornisca un incentivo a spostare fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine, frenando la crescita di tale aggregato. L'attuale configurazione dei tassi di interesse continua anche a stimolare riallocazioni all'interno di M3, poiché il modesto differenziale tra i tassi su diversi depositi a breve termine riduce il costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M1.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti al settore privato non finanziario è risultato leggermente più negativo in ottobre. Per quanto riguarda le famiglie, gli ultimi dati forniscono ulteriore conferma di una stabilizzazione dei tassi di crescita su livelli contenuti. Quanto alle società non finanziarie giova osservare che solitamente l'espansione dei prestiti alle imprese aumenta con un certo sfasamento temporale rispetto al ciclo economico. È quindi probabile che i livelli ancora modesti della produzione e degli scambi nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese frenino la domanda di finanziamenti bancari da parte di queste ultime anche nei mesi a venire, soprattutto nel segmento a breve termine. Nel contempo, il continuo miglioramento delle condizioni complessive di finanziamento dovrebbe sostenere la domanda di credito nel prossimo futuro. Al momento le banche affrontano la sfida di gestire le dimensioni e la struttura dei propri bilanci complessivi, assicurando al tempo stesso la disponibilità del credito al settore non finanziario. Potendo contare su una maggiore liquidità e capacità di finanziarsi sul mercato, le banche dovrebbero raccogliere tale sfida adottando misure idonee per l'ulteriore rafforzamento della propria componente patrimoniale e, ove necessario, dovrebbero sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi di interesse continua a essere adeguato. Considerato l'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo dello scorso 5 novembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Negli ultimi dati trova conferma anche il miglioramento dell'attività economica atteso per la seconda metà dell'anno, con un ritorno della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro su valori positivi nel terzo trimestre del 2009. Alcuni fattori che attualmente sostengono la ripresa hanno tuttavia carattere temporaneo. Il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area dell'euro nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che le prospettive restano soggette a elevata incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, a fronte del protratto rallentamento della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo quindi il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro.

Grazie all'insieme delle misure adottate in risposta all'intensificarsi della crisi finanziaria, il Consiglio direttivo ha sostenuto sia la disponibilità di liquidità per il settore bancario sia la ripresa economica dell'area dell'euro. Considerato lo sfasamento temporale con cui manifestano i propri effetti, ci si attende che gli interventi di politica monetaria continuino a trasmettersi progressivamente all'economia. Il Consiglio direttivo porterà avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito a favore del sistema bancario tenendo conto, al tempo stesso, del miglioramento delle condizioni in atto nei mercati finanziari ed evitando distorsioni connesse al mantenimento di misure non convenzionali per un periodo di tempo eccessivamente lungo. Al momento opportuno si provvederà al graduale rientro delle misure straordinarie di liquidità che non risulteranno più necessarie quanto in

passato. Per contrastare con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, la liquidità erogata sarà riassorbita quando necessario. In questo modo il Consiglio direttivo seguirà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, indispensabile per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione e contribuire alla stabilità finanziaria. Continueranno quindi a essere seguiti con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le politiche di bilancio, il Consiglio direttivo ribadisce l'importanza per i governi di predisporre, rendere note e attuare tempestivamente strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose, fondate su ipotesi realistiche di crescita del prodotto e incentrate su riforme strutturali della spesa, anche in vista degli oneri di bilancio da sostenere a causa dell'invecchiamento demografico. Come emerge dalle conclusioni del Consiglio Ecofin del 2 dicembre 2009, è necessario che i governi definiscano misure concrete e quantificabili in grado

di correggere in maniera sostenibile gli squilibri di bilancio. Diversi paesi dovranno avviare il processo di risanamento nel 2010, tutti gli altri al più tardi nel 2011.

Quanto alle riforme strutturali, la maggior parte delle stime indica che la crisi finanziaria ha ridotto e continuerà a ridurre la capacità produttiva delle economie dell'area dell'euro ancora per qualche tempo. Per promuovere la crescita sostenibile e l'occupazione saranno necessari un mercato del lavoro flessibile e incentivi al lavoro più efficaci. Occorrono inoltre urgenti politiche di stimolo alla concorrenza e all'innovazione per accelerare la ristrutturazione e gli investimenti e creare nuove opportunità imprenditoriali. Anche l'adeguata ristrutturazione del settore bancario dovrebbe svolgere un ruolo importante. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono essenziali per rafforzare la tenuta delle banche agli shock, gettando le basi per una crescita economica sostenibile e per la stabilità finanziaria.

DECISIONI DEL CONSIGLIO DIRETTIVO SUL GRADUALE RIENTRO DI ALCUNE MISURE NON CONVENZIONALI

In risposta alla crisi finanziaria l'Eurosistema ha introdotto, in particolare dall'ottobre 2008, alcune misure non convenzionali intese ad attenuare gli effetti avversi delle disfunzioni dei mercati monetari sulla situazione di liquidità delle banche solvibili nell'area dell'euro. Le misure straordinarie hanno sostenuto soprattutto la capacità delle banche di fornire finanziamento all'economia dell'area in momenti critici, facendo in modo che le condizioni dei mercati monetari e creditizi riflettessero l'orientamento di politica monetaria deciso dal Consiglio direttivo. Questi interventi adottati dall'Eurosistema rientrano nella cosiddetta linea di maggiore sostegno al credito.

Le misure rispecchiano il fatto che il sistema bancario svolge un ruolo centrale nel finanziamento dell'economia dell'area dell'euro. Rappresentano elementi fondamentali la conduzione di tutte le operazioni di immissione di liquidità mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, l'ampliamento dell'elenco delle garanzie, l'aumento della frequenza e l'estensione delle scadenze delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e la decisione di acquistare obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area.

Durante la crisi finanziaria queste misure hanno contribuito a migliorare considerevolmente le condizioni di liquidità nei mercati, in particolare, a mitigare i rischi di finanziamento e a fornire attraverso le banche un sostegno finanziario all'economia. A fronte di pressioni inflazionistiche moderate e del forte rallentamento dell'economia dell'area dell'euro, gli interventi di maggiore sostegno al credito hanno contribuito a creare nell'area condizioni di finanziamento più favorevoli di quanto sarebbe stato possibile unicamente attraverso le decisioni sui tassi di interesse.

Il Consiglio direttivo ha precisato fin dall'inizio che tutte le misure non convenzionali intraprese per far fronte alla crisi finanziaria hanno carattere temporaneo e continueranno a essere adottate soltanto finché saranno necessarie. Alla luce dei recenti miglioramenti delle condizioni sui mercati finanziari, nella riunione del 3 dicembre il Consiglio direttivo ha concluso che è giunto il momento

di procedere al graduale rientro delle misure non convenzionali non più necessarie, pur continuando a effettuare alcuni degli altri interventi previsti nella linea di maggiore sostegno al credito dell'Eurosistema. Il progressivo abbandono delle misure implica una riduzione del numero di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine nel primo trimestre del 2010. Verrà effettuata una sola ulteriore operazione con scadenza a 6 mesi, il 31 marzo 2010, condotta come in passato mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi a fronte di garanzie idonee. L'ultima operazione con scadenza a 12 mesi verrà eseguita in dicembre, al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della sua durata.

La decisione di procedere al graduale rientro di alcune misure non convenzionali dell'Eurosistema contribuisce a evitare eventuali distorsioni che potrebbero emergere qualora tali misure fossero mantenute per un periodo di tempo eccessivamente lungo. In particolare, non è opportuno incoraggiare un ritardo nei necessari aggiustamenti strutturali dei bilanci bancari, prorogando misure non convenzionali per le quali non permane la stessa esigenza che in passato. Il riassorbimento di alcuni interventi è teso a scongiurare l'insorgere di effetti distorsivi, ma non implica l'interruzione della linea di maggiore sostegno al credito adottata dall'Eurosistema. Al contrario, quest'ultimo seguirà a erogare liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro per un periodo di tempo prolungato a condizioni vantaggiose.

In particolare, l'attuale sostegno alla liquidità continuerà a essere fornito mediante l'applicazione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi a tutte le operazioni di rifinanziamento che saranno condotte nel primo trimestre del 2010, consentendo alle banche di ottenere per intero l'ammontare di liquidità richiesto a fronte di garanzie stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Eliminando qualsiasi incertezza riguardo ai volumi e ai tassi di aggiudicazione, questa misura è stata fondamentale nel mitigare le difficoltà affrontate dalle banche dei paesi dell'area dell'euro.

La conduzione, il 16 dicembre, della terza operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a 12 mesi e piena aggiudicazione degli importi fornirà, ancora una volta, liquidità alle banche per un periodo di tempo prolungato. A tempo debito sarà valutata la necessità di attenuare l'effetto di liquidità prodotto da analoghe operazioni con scadenza nella seconda metà del 2010.

L'economia dell'area dell'euro dovrebbe altresì continuare a beneficiare della graduale trasmissione delle passate riduzioni dei tassi d'interesse di riferimento della BCE, nonché della stabilizzazione della situazione di liquidità delle banche, che si è verificata grazie in parte all'adozione della linea di maggiore sostegno al credito. Il notevole calo dei tassi bancari attivi osservato negli ultimi trimestri segnala che il meccanismo di trasmissione della politica monetaria continua a funzionare in maniera sostanzialmente adeguata. In ogni caso, se dovesse emergere rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, l'Eurosistema è pronto a intervenire in modo tempestivo e appropriato.

Le misure di maggiore sostegno al credito adottate dall'Eurosistema, unitamente alla forte riduzione dei tassi d'interesse di riferimento della BCE dall'autunno del 2008 indotta dal rapido attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, hanno sostenuto la disponibilità di liquidità e la ripresa dell'economia nell'area dell'euro. Di conseguenza, i tassi di interesse del mercato monetario, i differenziali del mercato monetario e i tassi di interesse sui prestiti bancari hanno registrato considerevoli diminuzioni. La durata dell'impatto positivo delle misure di maggiore sostegno al credito si estenderà oltre l'avvio del processo di riassorbimento, fino al 2010 inoltrato. Poiché la politica monetaria esplica i propri effetti con uno sfasamento temporale variabile e incerto, ci si attende che gli interventi della BCE continuino a trasmettersi all'economia. Le decisioni adottate dal Consiglio direttivo il 3 dicembre seguitano a garantire l'erogazione di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro a condizioni vantaggiose, agevolando l'offerta di credito a favore dell'economia dell'area e stimolandone ulteriormente la ripresa.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Per l'economia mondiale si rafforzano i segnali di un ritorno alla crescita. Nel contempo l'inflazione resta molto bassa, per gli effetti base connessi ai prezzi delle materie prime e il crescente margine di capacità inutilizzata. Benché l'incertezza circa la sostenibilità della crescita futura rimanga elevata, i rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.

1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

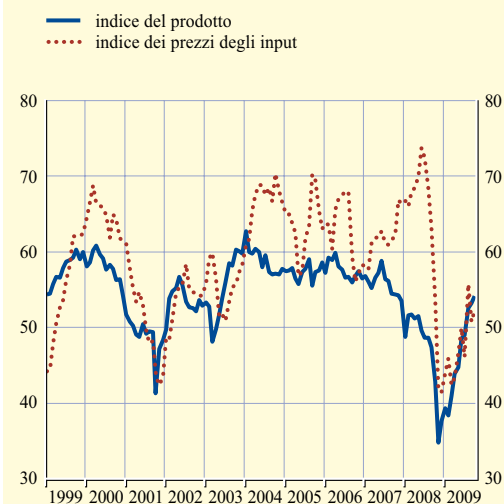
La caduta drastica e altamente sincronizzata dell'attività mondiale ha lasciato gradualmente il passo a un ritorno alla crescita nei principali mercati emergenti e in una serie di economie avanzate: al periodo di contrazione nei due trimestri a cavallo tra il 2008 e il 2009 ha fatto seguito un ritorno a tassi di variazione positivi nel secondo e terzo trimestre di quest'anno. Il recupero dell'attività è stato favorito dagli stimoli monetari e fiscali in atto dagli inizi della recessione, oltre che dal miglioramento del clima di fiducia sia dei consumatori sia delle imprese, e ha coinciso inoltre con una ripresa dell'interscambio mondiale.

I recenti riscontri basati su indicatori segnalano un'ulteriore espansione dell'attività economica mondiale. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) ha continuato ad aumentare negli ultimi mesi, portandosi saldamente al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione (cfr. figura 1). In ottobre è salito a 54,2 (da 53,2 nel mese precedente), il livello massimo dalla fine del 2007. Il settore manifatturiero è rimasto la determinante principale della crescita, ma anche i servizi hanno continuato a evidenziare un'espansione. La ripresa dell'attività manifatturiera mondiale è proseguita in novembre, per il quinto mese consecutivo, ed è rimasta piuttosto generalizzata.

Nel contempo, l'inflazione a livello internazionale si è mantenuta bassa. In ottobre nei paesi dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui 12 mesi è tornata in territorio positivo (+0,2

Figura 1 Indici mondiali dei responsabili degli acquisti (PMI)

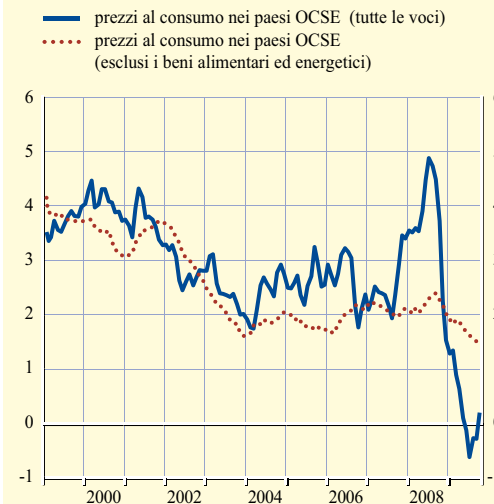
(dati mensili; settore manifatturiero e dei servizi; indice di diffusione)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

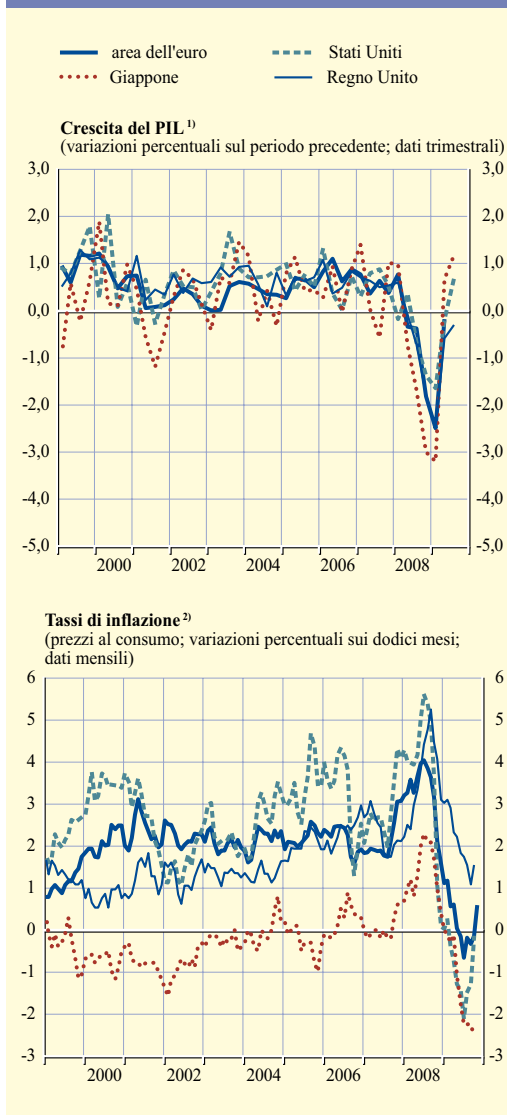
per cento), dopo quattro mesi consecutivi di crescita negativa (cfr. figura 2). La pressione al ribasso sui prezzi osservata nei mesi recenti va ricondotta principalmente ai significativi effetti base connessi ai corsi delle materie prime, ma ha anche riflesso il più ampio margine di capacità inutilizzata conseguente alla contrazione dell'economia. Tuttavia, i rialzi delle quotazioni petrolifere in tutto il 2009 hanno iniziato di recente a contrastare, sebbene ancora solo marginalmente, le suddette spinte verso il basso. Negli ultimi trimestri il tasso di inflazione sui 12 mesi calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici nei paesi dell'OCSE è diminuito molto meno di quello generale e in ottobre era pari all'1,6 per cento, rispecchiando l'importanza degli andamenti dei prezzi delle materie prime. Nei mesi recenti, le aspettative di inflazione sono rimaste ancorate in territorio positivo, a indicare che i tassi negativi erano per lo più ritenuti transitori. Il riquadro 1, alla fine di questa sezione, considera brevemente l'importanza dei regimi orientati alla stabilità per i risultati macroeconomici.

In un contesto in cui l'economia mondiale mostra forti segnali di uscita dalla recessione, anche l'interscambio mondiale, che aveva subito un crollo senza precedenti e sincronizzato, è tornato a crescere. Le stime più recenti relative a settembre ne segnalano un'espansione sostenuta (circa il 5 per cento) sul mese precedente e il primo aumento sul trimestre precedente (circa il 4 per cento nel terzo trimestre) dal primo trimestre del 2008. Alla crescita di settembre hanno contribuito le esportazioni e le importazioni in volume di tutte le principali aree economiche.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti le condizioni economiche sono migliorate e l'attività è tornata a crescere nel terzo trimestre, dopo il grave rallentamento dei trimestri precedenti (cfr. figura 3). Il Bureau of Economic Analysis segnala un aumento del PIL in termini reali pari al 2,8 per cento in ragione d'anno, che fa seguito a una contrazione dello 0,7 per cento nel secondo trimestre. La ripresa dell'attività riflette un'espansione della spesa per consumi e un forte recupero degli investimenti in edilizia residenziale e delle esportazioni. Anche il ritmo meno pronunciato di decumulo delle scorte ha fornito un contributo positivo alla crescita. Le misure di stimolo adottate dal governo hanno offerto un sostegno temporaneo alla domanda privata, con particolare riferimento al settore degli autoveicoli e delle abitazioni.

Figura 3 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.

La ripresa delle importazioni e la brusca caduta degli investimenti in strutture non residenziali hanno pesato sulla crescita del PIL nel terzo trimestre.

Con riferimento ai prezzi, in ottobre l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stata pari a -0,2 per cento, dopo essersi collocata a -1,3 per cento in settembre (cfr. figura 3). Questo andamento di segno negativo è in larga parte riconducibile agli effetti base collegati all'evoluzione pregressa dei prezzi dei beni energetici. Il tasso sui 12 mesi calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito all'1,7 per cento (dall'1,5 di settembre), un livello corrispondente alla media dagli inizi dell'anno.

Le prospettive a breve termine per l'attività economica statunitense sono attese in miglioramento. Lo stabilizzarsi delle condizioni nei mercati finanziari, l'effetto delle misure di stimolo fiscale e monetario e l'inversione nel ciclo delle scorte dovrebbero favorire tassi di crescita economica positivi nei trimestri a venire. Ciò nonostante, è possibile che la ripresa rimanga modesta. È probabile che la debolezza delle condizioni nel mercato del lavoro e l'esigenza delle famiglie di ricostituire i risparmi e rimborsare il debito accumulato negli ultimi anni esercitino spinte al ribasso sui consumi. Inoltre, le tensioni sulla disponibilità di credito peseranno verosimilmente sull'attività economica futura: le banche continuano infatti a mantenere rigidi criteri per la concessione dei finanziamenti nelle principali categorie di prestito, nonostante un lieve allentamento. Con riferimento ai prezzi, è probabile che l'inflazione generale torni in territorio positivo nei prossimi mesi quando gli effetti base legati agli andamenti pregressi dei corsi delle materie prime verranno gradualmente meno. Nel medio termine il consistente *output gap* dovrebbe contenere le spinte al rialzo sui prezzi, anche se la forte ascesa delle quotazioni petrolifere dagli inizi dell'anno contrasterà le pressioni al ribasso sull'inflazione complessiva.

Nella riunione del 4 novembre il Federal Open Market Committee 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. Il FOMC continua a prefigurare che le condizioni economiche, compresi i bassi livelli di utilizzo delle risorse, l'andamento moderato dell'inflazione e la stabilità delle aspettative di inflazione, giustifichino verosimilmente valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Fund per un periodo prolungato.

GIAPPONE

In Giappone il ritmo di crescita dell'economia è aumentato nel terzo trimestre, mentre i prezzi al consumo hanno continuato a diminuire. La prima stima preliminare del Cabinet Office segnala che il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente ha raggiunto l'1,2 per cento, il livello più elevato in oltre due anni. Se nel secondo trimestre il contributo alla crescita è provenuto, in modo particolare, dalle esportazioni nette, nel terzo si è aggiunto quello derivante dalla domanda interna. Gli investimenti delle imprese sono aumentati per la prima volta da sei trimestri, dell'1,6 per cento, mentre la spesa per consumi è cresciuta dello 0,7 per cento. Inoltre, la ripresa è stata sostenuta dal pacchetto di stimolo fiscale. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno tuttavia continuato a diminuire notevolmente, riducendosi del 7,7 per cento.

A ottobre l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è scesa a -2,5 per cento, da -2,2 per cento in settembre. Il tasso calcolato escludendo le componenti alimentare ed energetica è passato da -1,0 a -1,1 per cento. Sugli andamenti dei prezzi hanno influito principalmente gli effetti base connessi ai prodotti petroliferi e il considerevole rallentamento dell'economia. Nella riunione del 20 novembre 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.

In prospettiva, il miglioramento dell'attività economica sarà probabilmente più moderato. Si prevede che le esportazioni siano il principale fattore trainante per la crescita. Con riferimento ai prezzi, è prevedibile un ritmo di contrazione dell'IPC sui 12 mesi lievemente inferiore per il probabile venir meno dell'effetto base connesso ai prodotti petroliferi.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito le statistiche più recenti segnalano un'ulteriore lieve contrazione del PIL in termini reali nel terzo trimestre, pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente (rivisto rispetto al -0,4 per cento della stima preliminare), dopo un calo dello 0,6 per cento nel secondo. La spesa delle famiglie in termini reali è rimasta sostanzialmente invariata nel terzo trimestre, dopo essere diminuita dello 0,6 per cento nel secondo. Allo stesso tempo gli investimenti fissi lordi sono scesi di appena lo 0,3 per cento, dopo essersi ridotti del 5,2 per cento nel secondo trimestre. Questa pronunciata moderazione della caduta riflette in larga misura un aumento significativo degli investimenti pubblici, mentre quelli delle imprese hanno continuato a calare del 3,0 per cento nel terzo trimestre.

Nell'insieme, gli indicatori recenti dell'attività e del settore immobiliare segnalano un perdurante miglioramento della situazione economica. In particolare, la crescita della produzione industriale sul mese precedente è tornata positiva in settembre e il PMI sia del settore manifatturiero sia di quello dei servizi è aumentato sensibilmente in ottobre. Anche i prezzi delle abitazioni sono saliti negli ultimi mesi, assieme al numero di mutui approvati, ma il ritmo di espansione dei prestiti ipotecari si è mantenuto modesto.

In prospettiva, verso la fine dell'anno la crescita del PIL in termini reali dovrebbe tornare in territorio positivo grazie allo stimolo proveniente dalla politica monetaria e di bilancio e al sostanziale deprezzamento della sterlina. Tuttavia si prevede una ripresa solo graduale dell'attività economica, poiché è probabile che la domanda interna resti moderata.

L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è diminuita negli ultimi mesi, attestandosi in ottobre all'1,5 per cento, e la Bank of England prevede che nel breve periodo resti inferiore all'obiettivo fissato al 2 per cento. Nei mesi recenti la Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento ufficiale invariato allo 0,5 per cento e ha continuato ad attuare il programma di acquisizione di attività, che il 5 novembre ha stabilito di portare a 200 miliardi di sterline con un incremento di 25 miliardi.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli ultimi trimestri la situazione economica sembra essere migliorata in gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro: nella maggioranza di questi il ritmo di contrazione si è moderato e in alcuni è stata registrata una crescita positiva. In Svezia il PIL in termini reali è aumentato rispettivamente dello 0,3 e 0,2 per cento sul periodo precedente nel secondo e terzo 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 nel secondo trimestre, dopo essere diminuito dell'1,3 per cento nel primo. La maggiore contrazione del PIL danese nel secondo trimestre va ricondotta in parte a fattori *una tantum*. Nel periodo recente l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è diminuita in entrambe le economie e in ottobre era pari all'1,8 per cento in Svezia e allo 0,6 per cento in Danimarca. Il 25 settembre la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di altri 10 punti base, all'1,25 per cento.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, gli indicatori recenti segnalano un lieve miglioramento dell'attività economica. Nel terzo trimestre il tasso di

variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato lievemente meno negativo che nel secondo in Ungheria e Romania (rispettivamente -1,8 e -0,7 per cento), mentre si è collocato su valori positivi nella Repubblica Ceca (0,8 per cento). In Polonia, l'unico paese dell'UE in cui si siano registrati tassi di crescita positivi nei primi due trimestri dell'anno, l'espansione del PIL è proseguita nel terzo trimestre a un ritmo dello 0,5 per cento sul periodo precedente. Le informazioni recenti sul clima di fiducia, la produzione industriale e il commercio segnalano nel complesso un ulteriore miglioramento dell'attività in tutti i principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale. Allo stesso tempo permangono rischi al ribasso, come mostra il recente deterioramento degli indicatori del mercato del lavoro. Negli ultimi mesi l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è diminuita in tutte e quattro le economie, con differenze significative di livello. A ottobre è stata negativa nella Repubblica Ceca (-0,6 per cento), riflettendo principalmente gli effetti base dei precedenti aumenti delle imposte indirette e la minore crescita dei prezzi amministrati. È rimasta invece elevata in Ungheria, Polonia e Romania (rispettivamente al 4,2, 3,8 e 4,3 per cento). Negli ultimi tre mesi la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato a tre riprese il tasso di riferimento principale, per un totale di 150 punti base, portandolo al 6,5 per cento. Il 29 settembre la Banca Națională a României ha ridotto il proprio di 50 punti base, all'8 per cento.

All'interno dell'UE, la flessione maggiore dell'attività dagli inizi della crisi mondiale si è avuta nei paesi baltici, in presenza di un calo molto significativo dei prezzi delle abitazioni. Tuttavia, gli indicatori congiunturali recenti dell'attività e del clima di fiducia segnalano un miglioramento della situazione anche in queste economie. La Bulgaria ha registrato anch'essa una contrazione del PIL in termini reali negli ultimi trimestri (seppure meno marcata che nei paesi baltici) e una caduta delle quotazioni immobiliari. Tuttavia, durante i mesi recenti, alcuni indicatori congiunturali (ad esempio delle vendite al dettaglio o del clima di fiducia delle imprese industriali) hanno continuato a deteriorarsi. Negli ultimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa su livelli molto bassi in Lettonia e Bulgaria ed è passata in territorio negativo in Estonia e Lituania.

In Russia, dopo tre trimestri consecutivi di crescita negativa, l'attività economica ha iniziato a riprendersi nel terzo trimestre. Secondo stime preliminari dell'ufficio statistico, in tale periodo il PIL in termini reali è salito di circa il 2,5 per cento (sul trimestre precedente, in termini destagionalizzati). In prospettiva, la stabilizzazione della domanda estera e gli andamenti dei prezzi delle materie prime, assieme a politiche fiscali espansive, dovrebbero contribuire alla prosecuzione della ripresa. In linea con un *output gap* maggiormente negativo e con la graduale attenuazione degli effetti connessi al precedente deprezzamento del rublo, le spinte inflazionistiche si sono ulteriormente indebolite e l'inflazione al consumo sui 12 mesi si è collocata al 9,7 per cento in ottobre.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Per quanto concerne le economie emergenti dell'Asia, la ripresa dalla recessione mondiale è proseguita nel terzo trimestre. Benché l'interscambio con l'estero rimanga chiaramente inferiore ai livelli dell'estate del 2008, diversi fattori hanno contribuito all'andamento robusto della domanda interna e alla crescita economica nella regione. Tra questi figurano le azioni di stimolo fiscale, le politiche monetarie espansive, il ritorno a sostanziali afflussi netti di capitali, gli andamenti favorevoli nel mercato immobiliare e in quello delle attività e la ripresa della creazione di posti di lavoro.

In Cina la crescita del PIL sul periodo corrispondente è salita all'8,9 per cento nel terzo trimestre, dal 7,1 per cento della prima metà dell'anno. Tra gennaio e settembre gli investimenti fissi, trainati principalmente dal pacchetto fiscale, hanno concorso per 7,3 punti percentuali a una crescita complessiva del PIL del 7,7 per cento. La rapida espansione degli investimenti in infrastrutture è stata accompagnata dall'incipiente ripresa degli investimenti privati, che è prin-

cipalmente riconducibile al settore immobiliare. Il contributo dei consumi è rimasto notevole, pari a 4 punti percentuali tra gennaio e settembre. Quello delle esportazioni nette è invece stato negativo e l'avanzo commerciale nei primi nove mesi dell'anno è sceso al 4,3 per cento del PIL, dal 6,1 nello stesso periodo del 2008. Il calo dell'avanzo va ricondotto alla rapida ripresa delle importazioni, a loro volta stimulate dalla crescita sostenuta degli investimenti e dal conseguente aumento della domanda di materie prime importate. La ripresa delle esportazioni è stata tuttavia molto più modesta. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è rimasta negativa, ma il tasso di variazione sul mese precedente è recentemente diventato positivo. L'orientamento della politica monetaria si è mantenuto accomodante, malgrado alcune restrizioni sul credito delle banche a determinati settori. A fine ottobre lo stock di prestiti bancari era superiore del 32 per cento rispetto all'anno precedente.

In Corea la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è diventata positiva nel terzo trimestre, collocandosi allo 0,6 per cento dopo il -2,2 per cento del trimestre precedente. La ripresa è diventata più generalizzata dalla metà del 2009, con un contributo crescente degli investimenti e dei consumi privati. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è scesa al 2 per cento in ottobre, dal 2,2 di settembre. Il tasso di incremento delle quotazioni immobiliari si è moderato per l'inasprimento della normativa riguardante i criteri di erogazione dei mutui ipotecari in termini di rapporto indebitamento/reddito.

L'attività economica è stata vigorosa anche in India. La crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 7,9 per cento nel terzo trimestre, dal 6,1 del secondo. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India, è tornata recentemente in territorio positivo. Tale risultato va ricondotto principalmente al rapido aumento dell'inflazione dei prezzi dei beni alimentari. A metà ottobre i prezzi all'ingrosso erano superiori dell'1,5 per cento rispetto a un anno prima.

In gran parte delle economie asiatiche emergenti la ripresa è stata dovuta in larga misura agli stimoli macroeconomici, mentre permangono incertezze circa la futura ripresa del contesto esterno. Un ulteriore elemento di incertezza è connesso all'inflazione, che è diventata positiva e risulta in graduale ascesa in diversi paesi sullo sfondo dei rialzi delle quotazioni azionarie e immobiliari.

AMERICA LATINA

In America latina esistono segnali crescenti di una graduale ripresa dell'attività economica dopo il rallentamento mondiale. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche continuano a ridursi nell'insieme della regione. In particolare, in Messico il PIL in termini reali è diminuito del 6,2 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre, dopo essere sceso dell'8,9 per cento nel secondo. L'inflazione al consumo sui 12 mesi è stata mediamente pari al 5,1 per cento nel terzo trimestre, in calo rispetto al 6 per cento del secondo. In Brasile gli indicatori economici ad alta frequenza suggeriscono che l'attività continua a recuperare rapidamente. Il calo della produzione industriale sul periodo precedente è stato di circa l'8,3 per cento nel terzo trimestre, contro quasi il 12,3 per cento del secondo e un livello prossimo al 15 per cento nel primo. Allo stesso tempo le spinte inflazionistiche continuano ad allentarsi e nel terzo trimestre l'inflazione generale è stata in media pari al 4,3 per cento, inferiore al 5,3 del secondo trimestre. In Argentina i risultati macroeconomici restano contrastanti. La produzione industriale si è ridotta in media dell'1 per cento (sul periodo corrispondente) nel terzo trimestre, contro una flessione dello 0,8 per cento nel secondo. Nel contempo le spinte inflazionistiche, che avevano continuato ad attenuarsi dal giugno 2008, sono tornate a intensificarsi e nel terzo trimestre l'inflazione sui 12

mesi misurata sull'IPC è stata in media pari al 5,9 per cento, superiore rispetto al 5,5 per cento del secondo trimestre.

Nell'insieme, sebbene alcune economie risentano ancora del rallentamento mondiale, l'attività ha evidenziato chiari segnali di recupero in molti paesi dell'America latina, sorretta dalle azioni di stimolo sul piano interno, dal rialzo dei prezzi delle materie prime e dagli effetti ricchezza positivi connessi agli andamenti dei mercati azionari. Con le esportazioni ancora notevolmente al di sotto dei livelli precedenti la crisi, la sostenibilità della ripresa a più lungo termine continua a dipendere in misura significativa dal contesto esterno.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Negli ultimi tre mesi i corsi petroliferi hanno evidenziato un lieve aumento e nel periodo recente hanno oscillato tra 75 e 80 dollari statunitensi al barile. Il 2 dicembre il greggio di qualità Brent è stato quotato a 79,4 dollari per barile (un valore superiore di quasi il 100 per cento rispetto agli inizi del 2009). In prospettiva, gli operatori continuano ad attendersi una crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno ai 90 dollari.

Per quanto concerne i fondamentali economici, le prospettive per la crescita mondiale sono oggi notevolmente meno pessimistiche di alcuni mesi fa e l'Agenzia internazionale per l'energia ha ripetutamente rivisto al rialzo le proiezioni per la domanda di petrolio nel 2009 e nel 2010 (soprattutto in Nord America e in Asia). Le proiezioni per l'offerta sono anch'esse meno negative e segnalano una crescita moderata della produzione di greggio nelle economie non appartenenti all'OPEC. Anche le forniture dei paesi dell'OPEC sono aumentate costantemente negli ultimi tre mesi.

I prezzi delle materie prime non energetiche non hanno evidenziato alcuna tendenza significativa negli ultimi tre mesi. I corsi delle materie prime alimentari si sono lievemente ripresi in ottobre. Le quotazioni dei metalli, soprattutto rame, sono anch'esse aumentate per l'intensa attività di ricostituzione delle scorte. A fine novembre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 27 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le statistiche più recenti mostrano che l'economia mondiale è tornata a crescere, sebbene il grado di sincronizzazione tra le principali aree economiche sia diminuito rispetto alla fase di rallentamento. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE (CLI) ha continuato a migliorare negli ultimi mesi e in settembre

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



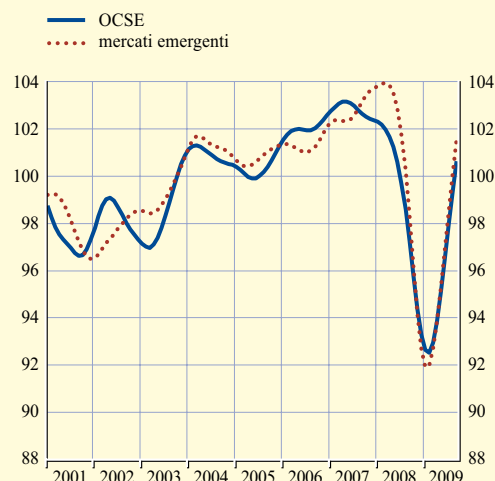
Fonti: Bloomberg e HWWI.

era superiore di 3,4 punti al livello di un anno prima (cfr. figura 5). L'aumento ha riguardato sia le economie avanzate sia quelle non appartenenti all'OCSE. Ulteriori riscontri delle migliorate prospettive per l'economia mondiale provengono dal *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo, che nel quarto trimestre ha continuato a crescere soprattutto in Asia e, in misura inferiore, nell'Europa occidentale e in Nord America. Questo movimento ascendente va ricondotto alle aspettative più favorevoli per i prossimi sei mesi e a una valutazione maggiormente positiva della situazione economica attuale.

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 e delle altre misure di politica economica adottate, potrebbero risultare superiori alle attese. Inoltre, il clima di fiducia potrebbe migliorare ulteriormente e l'interscambio con l'estero potrebbe recuperare più intensamente di quanto previsto. Per quanto concerne i rischi verso il basso, sussistono timori per la possibilità di una più marcata o più prolungata spirale negativa tra l'economia reale e il settore finanziario, di un'ulteriore crescita dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, di un'intensificazione delle spinte protezionistiche e di movimenti destabilizzanti dei mercati a seguito della correzione degli squilibri globali.

Figura 5 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

Riquadro I

REGIMI DI POLITICA MONETARIA E STABILITÀ MACROECONOMICA

L'evidenza empirica indica chiaramente che i regimi di politica monetaria orientati al mantenimento della stabilità dei prezzi favoriscono un contesto macroeconomico stabile. Ancorando saldamente le aspettative di inflazione, in particolare, tali regimi contribuiscono a ridurre sia la volatilità dell'inflazione sia l'incertezza macroeconomica, migliorando, quindi, la capacità di tenuta dell'economia a fronte di shock avversi e sostenendo i risultati macroeconomici complessivi. L'importanza dei regimi orientati alla stabilità e il loro impatto positivo sul quadro macroeconomico emergono chiaramente dal raffronto tra gli andamenti macroeconomici di gran parte dei paesi avanzati durante la Grande Inflazione degli anni '70 e quelli osservati negli ultimi anni.

La Grande Inflazione degli anni '70 costituisce un episodio senza precedenti storici, che illustra come tassi elevati di inflazione si accompagnino a un contesto macroeconomico instabile. Prima di allora la storia aveva già conosciuto periodi di inflazione elevata, o persino di iperinflazione, che tuttavia avevano sempre fatto seguito a conflitti bellici, guerre civili o rivoluzioni e alla conseguente necessità dei governi di finanziare imponenti disavanzi di bilancio attraverso il

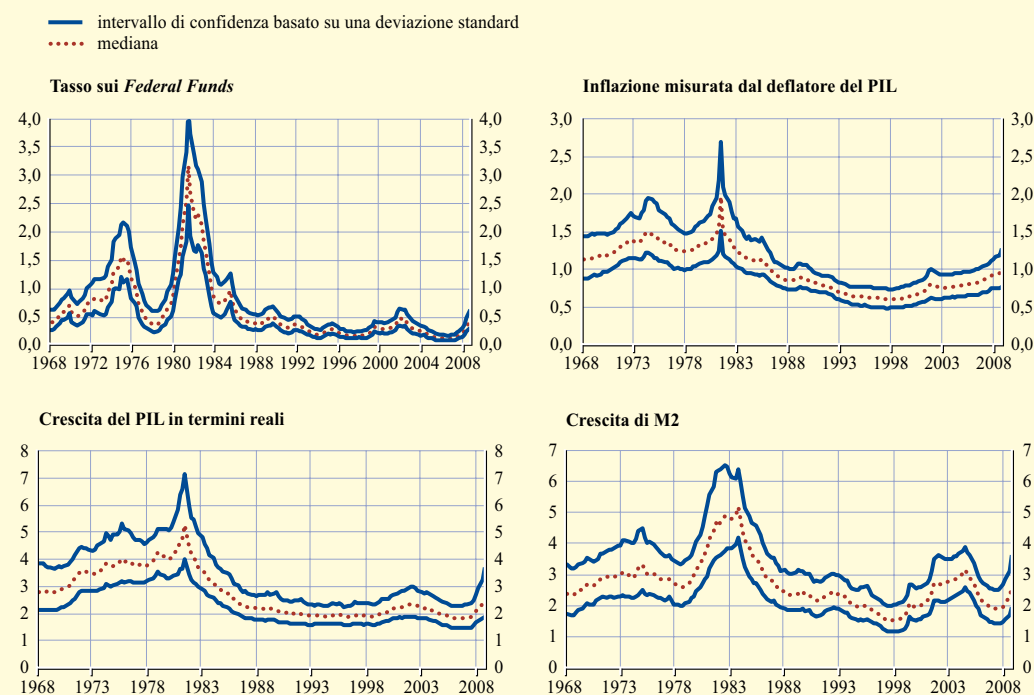
signoraggio¹⁾. Per contro, come sottolineato ad esempio da Bradford DeLong con riferimento agli Stati Uniti²⁾, la Grande Inflazione è l'unico episodio di inflazione elevata, prolungata e persistente in tempo di pace. A questa particolarità storica si aggiungono, inoltre, alcune caratteristiche macroeconomiche specifiche.

La prima, illustrata nella figura A, è rappresentata dalla considerevole variabilità delle grandezze macroeconomiche. La figura A mostra la volatilità degli shock relativi a quattro variabili macroeconomiche fondamentali statunitensi: il tasso sui Federal Fund (tradizionalmente utilizzato dalla Federal Reserve come strumento di politica monetaria), l'inflazione, la crescita del prodotto e il tasso di crescita dell'aggregato monetario M2. Ne emerge che in tutti e quattro i casi la volatilità è stata relativamente elevata nel periodo della Grande Inflazione e ha raggiunto l'apice all'epoca della disinflazione dei primi anni '80, per poi scendere negli anni successivi.

La seconda caratteristica è costituita da un ancoraggio sempre meno saldo delle aspettative di inflazione a lungo termine durante la Grande Inflazione: la figura B ne evidenzia un aumento

Figura A Stati Uniti: volatilità degli shock relativi a variabili macroeconomiche fondamentali

(sul trimestre precedente, in ragione d'anno; punti percentuali)



Fonte: L. Benati e C. Goodhart, "Monetary policy regimes and economic performance: the historical record, 1979-2008", in B. Friedman and M. Woodford (a cura di), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1D, North Holland, di prossima pubblicazione.

Nota: sulla base di modelli autoregressivi vettoriali bayesiani con parametri variabili nel tempo.

- 1) Cfr., ad esempio: Dornbusch, R. e, S. Fischer, "Stopping hyperinflations past and present", *Weltwirtschaftliches Archiv*, aprile 1986; Sargent, T.J., "The ends of four big inflations", in Hall, R.E. (a cura di), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, 1983.
- 2) Cfr. DeLong, J.B., "America's peacetime inflation: the 1970s", in Romer, C. e Romer, D. (a cura di), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, 1997.

progressivo, dall'1-2 per cento circa dei primi anni '60 a livelli prossimi al 10 per cento agli inizi degli anni '80.

La terza caratteristica è il grado relativamente elevato di persistenza dell'inflazione, definita come la tendenza di quest'ultima a scostarsi dal suo livello di equilibrio di lungo periodo – invece di ritornarvi rapidamente – dopo uno shock³⁾. Ciò comporta automaticamente che, rispetto agli anni sia precedenti sia successivi, durante l'episodio in oggetto gli shock inflazionistici hanno provocato oscillazioni relativamente ampie dell'inflazione attorno al suo valore di equilibrio. La spiegazione più semplice di questo grado relativamente elevato di persistenza va ricercata nel suddetto processo di “disancoraggio” progressivo delle aspettative di inflazione. Quando non hanno più trovato un'ancoraggio saldo o un punto di riferimento nel regime monetario, le aspettative sono inevitabilmente passate a dipendere dai valori precedenti dell'inflazione attraverso un meccanismo di apprendimento e questo ha automaticamente aggiunto all'inflazione una componente retrospettiva persistente.

Un aspetto concettualmente collegato è rappresentato dalla percentuale relativamente ampia di shock inflazionistici che hanno assunto un carattere permanente, vale a dire che hanno modificato il livello di equilibrio di lungo termine dell'inflazione⁴⁾. Negli anni successivi, invece, la rilevanza degli shock permanenti nello spiegare le fluttuazioni generali dell'inflazione si è drasticamente ridotta.

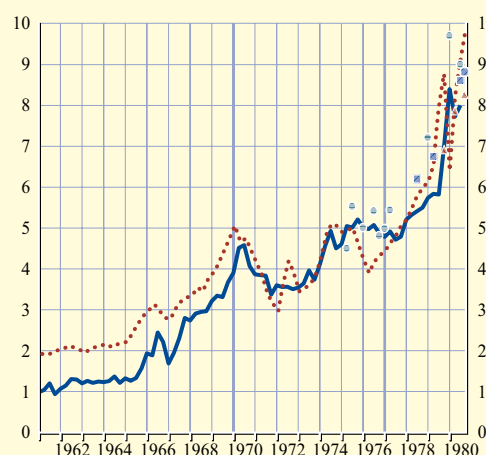
La stabilizzazione dei primi anni '80 e gli andamenti dei regimi monetari orientati alla stabilità

Agli inizi degli anni '80 gran parte delle economie avanzate ha sensibilmente modificato in senso più aggressivamente antinflazionistico il proprio orientamento di politica monetaria, con la conseguenza di un calo significativo dell'inflazione. Nella grande maggioranza dei paesi la disinflazione è stata accompagnata da una notevole diminuzione della variabilità degli aggregati macroeconomici fondamentali e da un consistente ridimensionamento dell'incertezza macroeconomica su tutti i fronti. Per quanto concerne ad esempio gli Stati Uniti, la prima caratteristica emerge con chiarezza

Figura B Stati Uniti: aspettative di inflazione di lungo periodo

(variazioni percentuali)

- implicite nei tassi nominali a termine a lunga scadenza
- ... modello fattoriale con condizione di non arbitraggio
- + indagine della Michigan University sul clima di fiducia dei consumatori
- sondaggio rivolto ai gestori di portafoglio
- ▲ indagine Blue Chip degli esperti di previsioni



Fonte: A. Levin e J.B. Taylor, “Falling behind the curve: a positive analysis of stop-start monetary policies and the Great Inflation”, in M.D. Bordo e A. Orphanides (a cura di), *The Great Inflation*, University of Chicago Press, di prossima pubblicazione.

Note: la linea continua indica il tasso a termine delle aspettative di inflazione a sei anni, utilizzando i tassi a termine nominali calcolati da Gurkaynak, Sack e Wright (2006) al netto di un tasso reale a termine a lunga scadenza pari al 2 per cento e un premio a termine costante dell'1 per cento. La linea tratteggiata indica il tasso di inflazione atteso a cinque anni sulla base del modello fattoriale con condizione di non arbitraggio di Ang, Bekaert e Wei (2008).

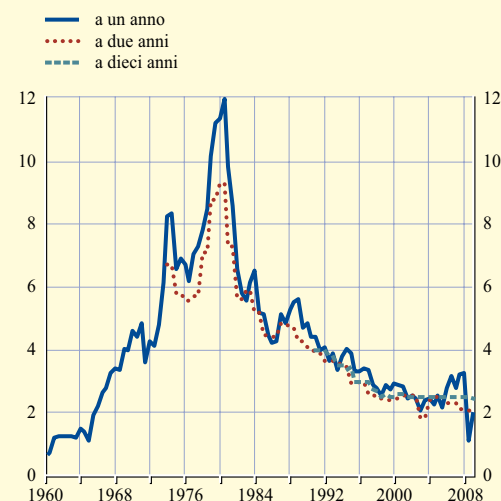
3) Per gli Stati Uniti questo è stato documentato ad esempio da Cogley, T.W., Primiceri, G.E. e Sargent, T.J., “Inflation-gap persistence in the U.S.”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, di prossima pubblicazione. Per l'area dell'euro, cfr. il discorso tenuto dal Presidente della Banca centrale europea J.C. Trichet alla conferenza “The ECB and its watchers IX” il 7 settembre 2007.

4) Cfr. in particolare Stock, J.H. e M.W. Watson, “Why has US inflation become harder to forecast?”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(1), 2007, pagg. 3-33.

dalla figura A. Inoltre, sia l'effetto degli shock inflazionistici permanenti sugli andamenti dell'inflazione sia il grado di persistenza di quest'ultima hanno registrato un calo significativo. La persistenza è diminuita particolarmente nei regimi basati su obiettivi di inflazione e in quelli orientati alla stabilità dei prezzi, come ad esempio l'UEM. Ne è stato, ad esempio, documentato⁵⁾ un drastico calo in corrispondenza con l'avvio dell'UEM. Ciò indica che dopo uno shock inflazionistico, il ritorno dell'inflazione su livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE è divenuto molto più rapido rispetto al periodo precedente l'adozione dell'euro. Ciò non può tuttavia essere interpretato come una caratteristica strutturale dell'economia, poichè dipende dall'impegno della BCE nel mantenere la stabilità dei prezzi a medio termine e nel garantire un saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in maniera permanente.

Figura C Stati Uniti: inflazione attesa misurata sull'IPC

(variazioni percentuali)



Fonte: Livingston Survey.

La stabilizzazione dei primi anni '80 è stata accompagnata anche da un progressivo "ri-ancoraggio" delle aspettative di inflazione. Lo illustra chiaramente la figura C, che mostra l'evoluzione delle aspettative per l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC)⁶⁾ negli Stati Uniti per tre orizzonti temporali diversi: a uno, due e dieci anni. Le aspettative a due anni, l'orizzonte temporale in cui si ritiene di norma che la politica monetaria abbia il suo massimo impatto, hanno raggiunto un massimo al 9,3 per cento nel 1980 e poi sono progressivamente scese a un minimo di circa il 2,1 per cento nel giugno del 2009. Le aspettative a dieci anni erano pari al 4 per cento nel giugno 1991 (la prima rilevazione di tali dati) e sono poi gradualmente diminuite fino a dicembre 1998. Da allora si mantengono stabili al 2,5 per cento.

L'ancoraggio delle aspettative di inflazione è diventato particolarmente saldo in regimi quali l'UEM. Ehrmann *et al.*⁷⁾ hanno, in particolare, dimostrato come in tali regimi i rendimenti obbligazionari a lungo termine evidenzino una scarsa reattività alla pubblicazione di dati macroeconomici, il che illustra con chiarezza il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione. Nell'area dell'euro queste ultime si sono rivelate robuste anche a fronte di consistenti shock macroeconomici connessi con la crisi finanziaria che ha avuto inizio, nella sua fase più acuta, nell'autunno del 2008⁸⁾.

5) Cfr. ad esempio Benati, L., "Investigating inflation persistence across monetary regimes", in *Quarterly Journal of Economics*, 123:3, 2008, pagg. 1005-1060.

6) Le aspettative di inflazione sono tratte dalla "Livingston Survey", attualmente gestita dalla Federal Reserve Bank di Philadelphia. Le statistiche delle aspettative di inflazione a due e dieci anni sono disponibili solo a partire rispettivamente dalla metà degli anni '70 e dai primi anni '90.

7) Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R.S. e Swanson, E.T., *Convergence and anchoring of yield curves in the euro area*, Working Paper della BCE, n. 817, ottobre 2007.

8) Cfr. l'intervento del Presidente della Banca centrale europea J.C. Trichet alla conferenza "The crisis and its lessons" tenutasi presso l'Università di Venezia il 9 ottobre 2009.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari relativi al terzo trimestre e a ottobre indicano il protrarsi del concomitante calo osservato negli ultimi trimestri dei tassi di crescita sul periodo corrispondente di M3 e dei prestiti al settore privato. Attualmente l'espansione di M3 è frenata dall'inclinazione particolarmente pronunciata della curva dei rendimenti e pertanto, il suo calo sta sovrastimando quello della crescita monetaria di fondo. Nel complesso, i recenti andamenti monetari suffragano la valutazione in base alla quale la moderata crescita monetaria di fondo stia generando spinte inflazionistiche contenute. Alla decelerazione dei prestiti al settore privato continua a contribuire principalmente la contrazione dell'indebitamento a più breve termine delle società non finanziarie, mentre i flussi mensili dei prestiti alle famiglie sono rimasti positivi negli ultimi sei mesi. Nel complesso, il profilo delle dinamiche settoriali dei prestiti resta coerente con le regolarità storiche data l'attuale fase del ciclo economico. Infine, gli andamenti del terzo trimestre e di ottobre confermano che le IFM dell'area dell'euro hanno ripreso a ridurre la propria leva finanziaria, soprattutto tramite una diminuzione delle posizioni reciproche.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

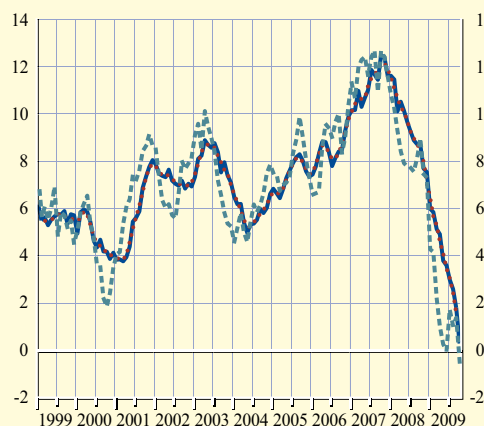
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è diminuito ulteriormente in ottobre, allo 0,3 per cento dall'1,8 del mese precedente (dopo essere stato pari in media al 2,8 e 4,4 per cento, rispettivamente, nel terzo e nel secondo trimestre del 2009; cfr. figura 6). Il marcato rallentamento di M3 in ottobre va principalmente ricondotto a effetti base, poiché hanno cessato di rientrare nel calcolo del tasso di variazione i considerevoli afflussi verso attività monetarie (per lo più circolante, e quindi M1) osservati nel periodo immediatamente successivo al fallimento di Lehman Brothers. Il rallentamento ha anche riflesso un tasso di crescita sul mese precedente negativo per il secondo mese consecutivo, il quale ha sospinto su valori leggermente negativi i tassi di incremento sui tre e sei mesi espressi in ragione d'anno.

La moderazione della dinamica monetaria va valutata in riferimento alla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti emersa all'inizio dell'anno, la quale continua a determinare andamenti eterogenei nelle diverse componenti di M3. In particolare, il calo del rendimento dei depositi a termine a breve scadenza rispetto a quello dei depositi overnight ha ridotto il costo opportunità di detenere le attività monetarie più liquide ed è stato all'origine della vigorosa crescita di M1. Nel contempo, il perdurare di una pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti ha incentivato le riallocazioni di fondi da M3 ad attività meno liquide, potenzialmente più rischiose. Questo effetto in particolare indica che attualmente il rallentamento di M3 stia sovrastimando la moderazione dell'espansione monetaria di fondo, la quale rappresenta il fattore che segnala i rischi per la stabilità dei prezzi.

Figura 6 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.

Per quanto concerne le contropartite di M3, l'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti ha determinato un ulteriore rafforzamento della crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM. Sul piano contabile, ciò spiega perché il rallentamento di M3 è risultato di recente più accentuato rispetto a quello del credito ai residenti nell'area dell'euro. Il tasso di incremento dei prestiti al settore privato, che rappresentano la maggiore componente del credito bancario, ha assunto valori negativi alla fine del terzo trimestre ed è diminuito ulteriormente in ottobre, pur restando positivo se corretto per gli effetti imputabili alla rimozione dei prestiti nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione. La modesta espansione dei prestiti resta coerente con le regolarità di più lungo periodo del ciclo economico e riflette la perdurante incertezza sulle prospettive dell'attività economica, del reddito e del mercato degli immobili residenziali.

Nel terzo trimestre e in ottobre le principali attività delle IFM sono diminuite in modo sostanziale, indicando che il processo di riduzione della leva finanziaria è ripreso, dopo un temporaneo interruzione nella metà dell'anno. Questo processo, tuttavia, ha continuato a riflettere soprattutto la riduzione delle posizioni reciproche fra IFM stesse (che ha interessato le posizioni nei confronti di banche controparti sia nell'area sia nel resto del mondo). Il credito all'economia dell'area dell'euro ha continuato a crescere, anche se tale andamento va ricondotto a notevoli riallocazioni da strumenti di debito del settore privato a titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La riduzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 nel terzo trimestre del 2009 ha continuato ad essere riconducibile soprattutto ai minori contributi forniti dai depositi a breve termine diversi dai depositi overnight (M2-M1) e dagli strumenti negoziabili (M3-M2), mentre il contributo di M1 ha seguito ad aumentare.

Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 set.	2009 ott.
M1	47,7	2,7	5,3	8,0	12,3	12,8	11,8
Banconote e monete in circolazione	7,9	12,4	13,6	13,2	12,8	12,5	6,5
Depositi <i>overnight</i>	39,8	0,8	3,7	7,0	12,2	12,8	12,9
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,7	15,8	9,3	3,0	-3,1	-5,3	-7,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	20,7	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-17,8	-21,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,0	-0,5	4,5	8,6	12,8	14,9	16,2
M2	87,4	8,9	7,3	5,5	4,5	3,6	2,3
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,6	4,2	-0,7	-2,5	-7,5	-8,9	-11,6
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	1,8	0,3
Credito a residenti nell'area dell'euro		7,4	5,9	4,3	3,3	3,0	2,9
Credito alle amministrazioni pubbliche		1,7	5,6	8,4	11,5	13,5	15,2
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,9	2,3	1,5	2,7	1,6	3,6
Credito al settore privato		8,6	5,9	3,5	1,6	1,0	0,5
Prestiti al settore privato		7,3	4,6	2,1	0,4	-0,3	-0,8
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		8,4	6,1	3,6	1,6	0,9	0,3
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		1,1	1,7	2,7	3,6	4,6	6,2

Fonte: BCE.

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

Nel terzo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 ha segnato un ulteriore aumento, al 12,3 dall'8,0 per cento del trimestre precedente. In ottobre tuttavia è tornato a scendere, all'11,8 per cento (cfr. tavola 1). Questo calo è imputabile soprattutto a effetti base, poiché i considerevoli incrementi registrati in ottobre del 2008 immediatamente dopo il fallimento di Lehman Brothers hanno cessato di rientrare nel calcolo del tasso di crescita. L'effetto base è stato particolarmente pronunciato nel caso del circolante, il cui tasso di variazione è sceso al 6,5 per cento in ottobre, dal 12,8 del terzo trimestre. Per contro, la crescita sul periodo corrispondente dei depositi overnight si è ulteriormente rafforzata in ottobre, al 12,9 per cento, dopo essersi collocata al 12,2 e al 7,0 per cento rispettivamente nel terzo e nel secondo semestre, spiegando pertanto la continua forte espansione di M1.

I notevoli afflussi registrati dai depositi overnight nel terzo trimestre e in ottobre sono in linea con l'attuale profilo dei tassi di interesse, poiché la diminuzione dei tassi di interesse di mercato a breve termine sta determinando un calo del costo opportunità di detenere questa forma di deposito su livelli particolarmente bassi. Nel contempo, in presenza di un graduale recupero della propensione al rischio, è possibile che i depositi overnight siano utilizzati per collocare temporaneamente i fondi in attesa di essere investiti in attività a più lungo termine e con maggiore grado di rischio.

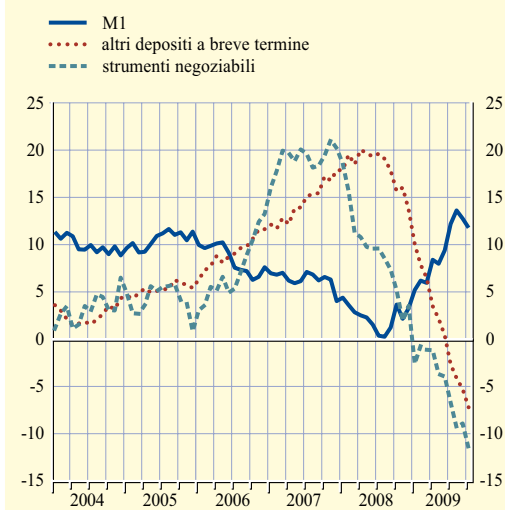
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli overnight è sceso ulteriormente in ottobre a -7,2 per cento, dal -3,1 e 3,0 per cento segnati rispettivamente nel secondo e nel terzo trimestre. Questo andamento riflette una significativa decelerazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con scadenza prestabilita fino a due anni), il cui tasso di variazione è sceso a -21,6 per cento in ottobre, da -13,1 e -0,7 per cento rispettivamente nel secondo e terzo trimestre (cfr. figura 7). Per contro, i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) sono cresciuti sul periodo corrispondente del 16,2 per cento in ottobre, contro il 12,8 e l'8,6 per cento nei due trimestri precedenti.

Gli andamenti osservati nelle varie tipologie di depositi a breve termine sono coerenti con i rispettivi tassi di interesse. Al riguardo, i continui afflussi nei depositi a risparmio a breve termine possono essere ricondotti alla maggiore remunerazione di questi rispetto ai depositi a termine a breve scadenza dall'inizio del 2009. Nello stesso tempo, sono proseguite le riallocazioni di fondi dai depositi a termine a breve scadenza e dagli strumenti negoziabili verso attività finanziarie non comprese in M3, divenute più attraenti data la pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti e il recupero segnato da numerosi mercati finanziari.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili compresi in M3 è sceso a -11,6 per cento in ottobre, da -7,5 e -2,5 per cento rispettivamente nel secondo e nel terzo trimestre. Tale andamento è imputabile soprattutto all'ulteriore marcata contrazione del tasso di crescita dei titoli di debito con durata fino a

Figura 7 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

due anni, nonché al modesto tasso di incremento dei contratti pronti contro termine, divenuto a sua volta negativo. Anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (la componente di maggior rilievo degli strumenti negoziabili) ha segnato una lieve moderazione nel terzo trimestre e in ottobre, restando tuttavia positivo. Per un'analisi dettagliata degli andamenti recenti dei contratti pronti contro termine, cfr. il riquadro 2.

Riquadro 2

GLI ANDAMENTI RECENTI DEI CONTRATTI PRONTI CONTRO TERMINE

Il calo registrato dalla crescita sui dodici mesi di M3 dall'intensificarsi delle turbolenze finanziarie va ricondotto soprattutto alla decelerazione dei depositi a termine a breve scadenza e degli strumenti negoziabili, come i contratti pronti contro termine (di seguito "pronti contro termine"). In effetti, da ottobre del 2008 il rallentamento dei pronti contro termine ha contribuito per oltre un punto percentuale alla decelerazione di M3, una percentuale alquanto elevata per una componente che rappresenta solo il 3 per cento dello stock di M3. Date queste premesse, il presente riquadro analizza gli andamenti recenti dei pronti contro termine, rapportandoli all'attuale profilo dei tassi di interesse.

I contratti pronti contro termine e gli andamenti dei tassi di interesse

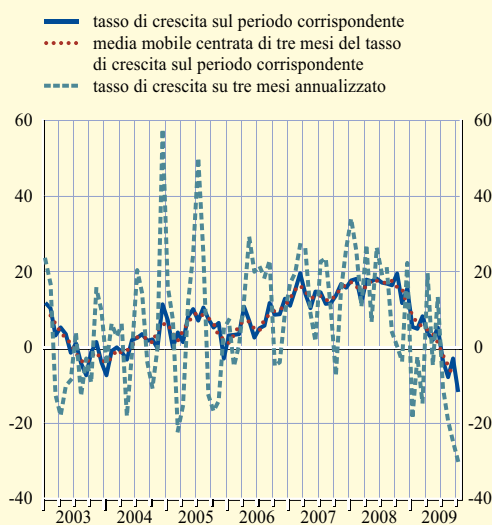
Un'operazione pronti contro termine è una forma particolare di deposito, poiché rappresenta al contempo un deposito e un prestito garantito. Si tratta pertanto di una duplice operazione, in virtù della quale alla data di avvio un soggetto vende a un altro un titolo (o un paniere di titoli) in cambio di contante e con la condizione aggiuntiva che le attività verranno riacquistate a una data successiva stabilita in anticipo. Il principale vantaggio di questo strumento è dato dall'elevato grado di sicurezza offerta al prestatore in caso di insolvenza del mutuatario, poiché il rischio è coperto dai titoli ricevuti in garanzia.

Gli operatori di mercato ricorrono ai pronti contro termine soprattutto per ottenere fondi, o per mettere a disposizione fondi per brevi periodi di tempo, il che spiega in parte perché queste operazioni costituiscono la componente più variabile di M3, anche a livello di tassi di variazione sui dodici mesi. Tuttavia, al di là di questa variabilità, la media mobile a tre mesi del tasso di crescita sul periodo corrispondente di questa componente indica che essa ha registrato una perdurante e marcata decelerazione dall'ultimo trimestre del 2008, segnando tassi di variazione negativi in ottobre del 2009 (cfr. figura A).

Il calo del tasso di incremento dei pronti contro termine (nonché, più di recente, delle consistenze in essere) è in linea con gli andamenti dei tassi di interesse del mercato monetario e con la loro trasmissione ai tassi bancari al dettaglio (cfr. figura

Figura A Operazioni pronti contro termine

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



Fonte: BCE.

B). In effetti, la remunerazione delle operazioni pronti contro termine condotte con famiglie e società non finanziarie è diminuita in linea con i tassi Euribor e con i tassi swap sull'indice *overnight*. Da notare che, dall'inizio delle turbolenze finanziarie, si è osservato un elevato grado di comovimento tra la remunerazione dei pronti contro termine e quella dei prestiti interbancari con garanzia (ossia i tassi swap a tre mesi sull'indice *overnight*), mentre la remunerazione dei depositi a breve termine è stata maggiormente in linea con quella dei prestiti interbancari senza garanzia (ossia con l'Euribor a tre mesi). È probabile che questa differenziazione e il conseguente aumento relativo della remunerazione sui depositi a breve termine abbia inciso negativamente sulle disponibilità di pronti contro termine, specialmente dopo le annunciate garanzie statali sui depositi bancari delle famiglie. Inoltre, dopo essersi ampliato significativamente tra gli inizi del 2005 e la metà del 2008, il differenziale di remunerazione fra i pronti contro termine e i depositi *overnight* ha registrato successivamente una notevole contrazione. La remunerazione relativa dei pronti contro termine, pertanto, è diminuita marcatamente dalla metà del 2008, collocandosi su livelli prossimi allo zero nel terzo trimestre del 2009.

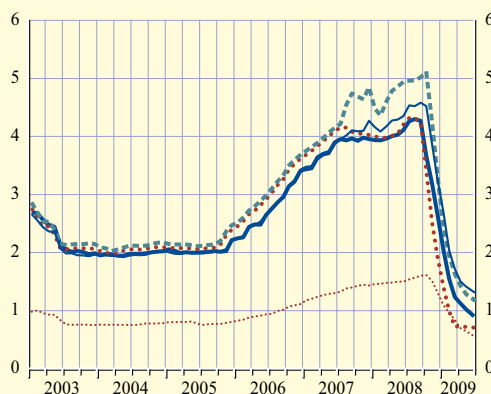
Gli andamenti delle disponibilità settoriali di contratti pronti contro termine

A livello settoriale, i pronti contro termine sono detenuti soprattutto da famiglie e da intermediari finanziari non monetari diversi da compagnie di assicurazione e fondi pensione (AIF), settori che dal 2004 hanno assorbito in media il 25 per cento e poco più del 50 per cento rispettivamente delle consistenze totali in essere. Il rallentamento dei pronti contro termine dall'ultimo trimestre del 2008 è principalmente riconducibile alla marcata contrazione delle consistenze detenute dalle famiglie, il cui valore è diminuito di oltre 60 miliardi di euro nei dodici mesi terminati a ottobre del 2009 (cfr. figura C). L'andamento è coerente con la riduzione del differenziale di remunerazione fra pronti contro termine e depositi *overnight* (e quindi del costo opportunità delle attività più liquide).

Figura B Tassi di interesse bancari al dettaglio e tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno)

— operazioni pronti contro termine
 swap sull'indice *overnight* a tre mesi
 - - - Euribor a tre mesi
 — depositi a breve termine
 depositi *overnight*



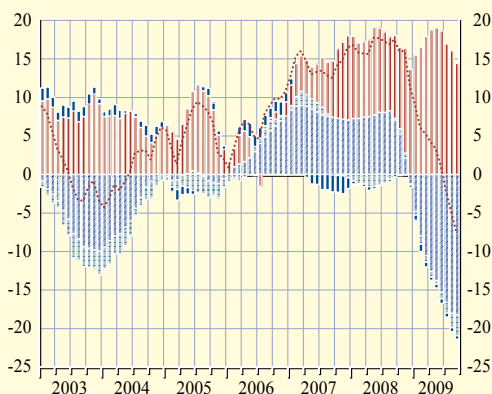
Fonte: BCE.

Nota: i dati sulle operazioni pronti contro termine, sui depositi a breve termine e sui depositi *overnight* corrispondono ai tassi concordati annualizzati applicati ai settori delle famiglie e delle società non finanziarie.

Figura C Andamento delle operazioni pronti contro termine e scomposizione settoriale

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

— società di assicurazione e fondi pensione
 altri intermediari finanziari non monetari
 - - - società non finanziarie
 ▨ famiglie
 totale



Fonte: BCE.

Occorre rilevare che l'entità delle disponibilità settoriali di pronti contro termine varia in modo sostanziale fra i diversi paesi dell'area dell'euro, per cui gli andamenti specifici di un'economia possono influire notevolmente sui dati relativi al complesso dell'area. A titolo di esempio, la maggior parte delle variazioni nei volumi di pronti contro termine detenuti dalle famiglie è generalmente ascrivibile all'Italia, dove questi strumenti sono utilizzati tipicamente come alternativa ai depositi a termine, per via dei vantaggi offerti in termini sia di remunerazione, sia di commissioni.

Contrariamente alla dinamica osservata nel settore delle famiglie, le disponibilità di pronti contro termine degli AIF hanno continuato a registrare nel complesso afflussi sostanziali, totalizzando circa 40 miliardi di euro negli ultimi dodici mesi e compensando in parte le minori consistenze detenute dalle famiglie. Sebbene questi afflussi sembrano essere leggermente diminuiti negli ultimi mesi, il passato accumulo di pronti contro termine da parte degli AIF ha mostrato una dinamica eccezionale, poiché tipicamente le scelte di portafoglio del settore sono influenzate in modo molto marcato (e immediato) da considerazioni relative alla remunerazione. A riguardo va tenuto conto di due fattori. In primo luogo, finché persisteranno tensioni finanziarie è possibile che gli AIF restino maggiormente propensi a utilizzare depositi garantiti sotto forma di pronti contro termine, un fattore non così rilevante per le famiglie, i cui depositi bancari sono coperti dagli schemi di assicurazione (entro certi limiti). In secondo luogo, i pronti contro termine detenuti dagli AIF includono anche le transazioni interbancarie (spesso associate con l'attività di contrattazione elettronica) la cui compensazione è effettuata da una controparte centrale¹⁾. Un'accresciuta attività su queste piattaforme (come quella riscontrata nel 2005) può influire fortemente sulla variabilità delle serie relative ai pronti contro termine e rendere più difficile individuare le attività detenute dagli AIF stessi. Durante le scorse turbolenze finanziarie, è possibile che le banche siano ricorse più del solito a tali contrattazioni garantite. A livello di singolo paese, la maggior parte delle operazioni condotte tramite una controparte centrale ha luogo in Germania.

Nelle statistiche relative al settore delle IFM, le operazioni condotte tramite controparte centrale possono essere considerate in due modi: *i)* come prestiti dalle istituzioni che erogano la liquidità; *ii)* e come depositi pronti contro termine dalle istituzioni che ricevono i fondi. Essi hanno pertanto un impatto sulla dinamica di M3, anche se non dovrebbero essere considerati come andamenti puramente monetari. Difatti le operazioni pronti contro termine negoziate direttamente fra due IFM non influiscono sulla dinamica monetaria. In questo senso, si potrebbe affermare che queste controparti andrebbero rimosse dal settore detentore di moneta, rimuovendo di conseguenza i loro depositi presso le IFM dagli aggregati monetari. Tuttavia, non è ancora possibile isolare statisticamente queste controparti²⁾.

Nel complesso, la recente dinamica dei pronti contro termine rispecchia principalmente le variazioni dei tassi di interesse del mercato monetario e della remunerazione di questi strumenti rispetto ad altre forme di deposito. Al tempo stesso, è possibile che le turbolenze finanziarie abbiano generato alcuni importanti fattori che hanno compensato questi andamenti discendenti, dato che i contratti pronti contro termine sono assistiti da garanzie e dato che le operazioni interbancarie compensate da controparti centrali sono incluse nelle disponibilità totali di pronti contro termine detenuti dal settore degli AIF.

1) Cfr. *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 75, ottobre 2007, pag. 17.

2) Nondimeno, con l'entrata in vigore dell'aggiornamento della regolamentazione sugli obblighi di segnalazione statistica relativi ai dati di bilancio del settore delle IFM (Regolamento BCE/2008/32), a partire da giugno del 2010 sarà possibile isolare le operazioni pronti contro termine condotte tramite controparti centrali.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili dati affidabili a livello settoriale, è calato al 3,4 per cento nel terzo trimestre, dal 5,0 per cento del secondo, per poi scendere ulteriormente in ottobre, all'1,5 per cento. Il tasso di incremento dei depositi delle famiglie, che forniscono il contributo principale alla crescita complessiva dei depositi di M3, è considerevolmente diminuito dal secondo trimestre e si è collocato al 3,4 per cento in ottobre (cfr. figura 8). Per contro, l'espansione sul periodo corrispondente dei depositi di M3 detenuti da società non finanziarie è divenuto chiaramente positivo negli ultimi mesi.

Gli andamenti dei depositi detenuti dai diversi settori sono in linea sia con l'attuale fase del ciclo economico, sia con il profilo dei tassi di interesse. Infatti, la moderazione dei depositi delle famiglie (in parte compensata dall'aumento del tasso di risparmio dal terzo trimestre del 2008) può essere spiegata sia dal normale ritardo con cui il reddito delle famiglie segue gli andamenti economici, sia in una certa misura dalle riallocazioni di fondi da attività monetarie a strumenti a più lungo termine. L'impatto esercitato dal profilo dei tassi di interesse sulle ricomposizioni a favore di attività maggiormente remunerative è più chiaramente visibile nel caso degli intermediari finanziari non monetari (soprattutto intermediari finanziari non monetari diversi da compagnie di assicurazione e fondi pensione, o AIF), le cui disponibilità monetarie hanno registrato in ottobre un tasso di variazione sul periodo corrispondente del -6,3 per cento, in forte calo rispetto al -0,5 per cento del terzo trimestre e al 5,1 del secondo. L'aumento delle disponibilità monetarie detenute dalle società non finanziarie potrebbe rispecchiare il fatto che, nelle prime fasi della ripresa, vi è in genere un miglioramento dei flussi di cassa che vengono quindi utilizzati per ricostituire le riserve di liquidità. Tuttavia, potrebbe anche riflettere un afflusso di fondi connesso con la maggiore attività di emissione di titoli negli ultimi mesi.

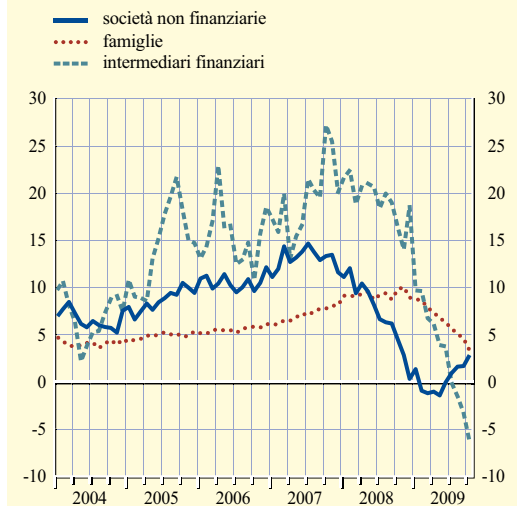
PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel terzo trimestre, al 3,3 per cento dal 4,3 del trimestre precedente, per poi segnare un ulteriore calo in ottobre, al 2,9 per cento (cfr. tavola 1). Tale andamento rispecchia una significativa riduzione del tasso di incremento del credito concesso al settore privato, in parte compensata da una marcata accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche.

Il significativo rafforzamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito erogato dalle IFM alle amministrazioni pubbliche (salito al 15,2 per cento in ottobre) va ricondotto soprattutto ai perduranti forti afflussi nelle consistenze di titoli delle amministrazioni pubbliche detenute dal settore delle IFM, ma anche (particolarmente in ottobre) agli afflussi connessi direttamente con i prestiti. Gli acquisti di titoli di debito pubblici sono coerenti con le tipiche scelte di investimento

Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, dati non corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

delle banche durante il ciclo dei tassi di interesse. Un aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti (in virtù della quale i costi di finanziamento impliciti nei tassi a breve termine risultano bassi rispetto al rendimento ottenibile sui titoli di Stato) consente alle IFM di avere rendimenti stabili, senza un sostanziale impatto in termini di oneri patrimoniali o di rischi di credito in presenza di una notevole incertezza sulle prospettive economiche¹⁾.

Per contro, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire nel terzo trimestre, portandosi all'1,6 per cento dal 3,5 del trimestre precedente, per poi ridursi ulteriormente in ottobre allo 0,5 per cento. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle consistenze in titoli del settore privato diversi da azioni detenute dalle IFM ha continuato a diminuire, portandosi dal 26,1 per cento nel secondo trimestre al 20,6 nel terzo e al 16,4 in ottobre. Questa flessione ha rispecchiato i modesti afflussi mensili registrati dagli inizi del 2009 ed è ascrivibile all'indebolimento nel corso dell'anno delle attività di cartolarizzazione, dopo l'intensa attività riscontrata alla fine del 2008. Il tasso di variazione delle consistenze di azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM è rimasto invariato nel terzo trimestre, al -8,2 per cento, prima di segnare un recupero in ottobre, a -4,9 per cento.

Un'ulteriore flessione ha interessato anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (la maggiore componente del credito a tale settore), il quale, dopo essere sceso allo 0,4 per cento nel terzo trimestre dal 2,1 del trimestre precedente, ha assunto valori negativi in ottobre, pari a -0,8 per cento (cfr. tavola 1). Con la moderazione dell'attività di cartolarizzazione pro soluto nel terzo trimestre e in ottobre, è diminuita la distorsione al ribasso dei prestiti al settore privato risultante dalla rimozione dei prestiti dai bilanci. Nondimeno, in termini annuali, la differenza tra il tasso di crescita corretto per le cartolarizzazioni e quello non corretto resta di 1,1 punti percentuali. Ciò implica che, un volta tenuto conto di tale effetto, il tasso di incremento dei prestiti al settore privato è rimasto lievemente positivo.

L'ulteriore decelerazione dei prestiti al settore privato nel terzo trimestre e in ottobre è imputabile soprattutto al calo dei prestiti alle società non finanziarie e alle istituzioni finanziarie non monetarie; negli ultimi mesi si è invece stabilizzato il precedente rallentamento dei prestiti alle famiglie, i quali di fatto registrano flussi mensili positivi da maggio.

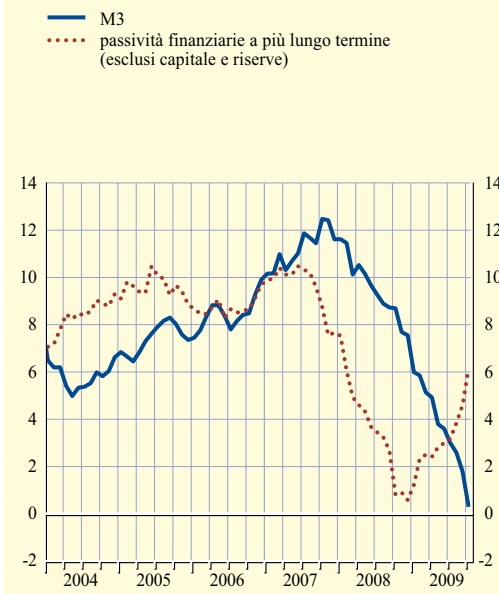
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è sceso a -1,2 per cento in ottobre, dall'1,1 e dal 4,6 per cento segnati rispettivamente nel terzo e nel secondo trimestre. L'andamento va ricondotto ai deflussi mensili registrati da febbraio, i quali hanno interessato soprattutto i prestiti con scadenze inferiori a cinque anni, mentre i flussi relativi alle scadenze superiori a cinque anni sono rimasti positivi. Queste differenze fra indebitamento a breve e a lungo termine potrebbero riflettere in una certa misura una preferenza delle imprese per le fonti di finanziamento a più lungo termine. Ciò risulta altresì in linea con la più intensa attività di emissione di titoli a più lungo termine, che potrebbe indicare una sostituzione da parte delle imprese (specialmente quelle più grandi) dei prestiti bancari in scadenza con questa forma di finanziamento sul mercato (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 per un'esposizione più dettagliata degli andamenti dei prestiti e del finanziamento a livello settoriale).

Nel complesso, il profilo delle dinamiche settoriali sembra coerente con le regolarità storiche e con le attuali aspettative sull'attività economica reale. In termini reali, la crescita dei prestiti alle famiglie tende ad anti-

1) Cfr. il riquadro *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 del 2009 di questo Bollettino.

Figura 9 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM

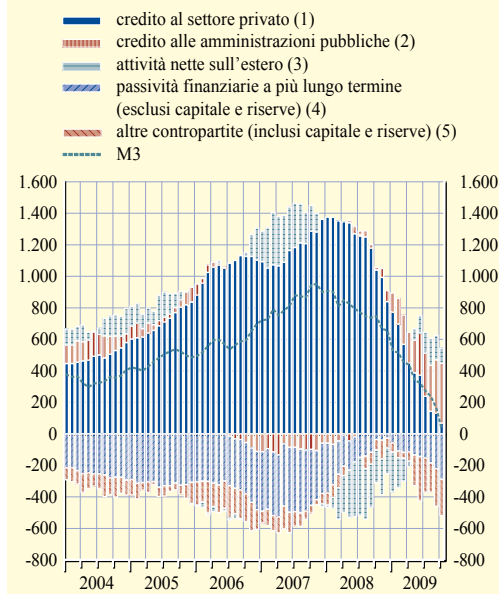
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 10 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.

pare l'espansione del PIL, mentre quella dei prestiti alle società non finanziarie tende a seguire quest'ultima con un certo ritardo. È probabile quindi che l'indebitamento societario resti contenuto per qualche tempo, anche dopo il raggiungimento di un punto di svolta in termini di attività economica, soprattutto se si considera la notevole incertezza che continua a caratterizzare le prospettive per l'economia²⁾.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è aumentato al 6,2 per cento in ottobre, a fronte del 3,6 nel terzo trimestre e del 2,7 nel secondo (cfr. figura 9). In particolare, i depositi a più lungo termine (depositi con durata prestabilita superiore a due anni e depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi) hanno beneficiato della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, attirando una parte dei fondi defluiti negli ultimi trimestri dai depositi a termine a breve scadenza. Il flusso mensile è divenuto negativo in ottobre, ma l'andamento va essenzialmente ricondotto alla notevole contrazione delle consistenze detenute dagli AIF per effetto della minore attività di cartolarizzazione, mentre le famiglie hanno continuato ad accumulare depositi a lungo termine date le condizioni di remunerazione relativamente favorevoli offerte da questi ultimi.

Nel contempo, il tasso di crescita dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni è rimasto invariato, allo 0,3 per cento nel terzo trimestre, per poi salire al 3,2 per cento in ottobre (principal-

2) Cfr. il riquadro *I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

mente per via di effetti base). I flussi mensili di titoli di debito a lungo termine delle IFM acquistati dal settore detentore di moneta si sono mantenuti lievemente negativi in ottobre. Tale andamento, tuttavia, non lascia trasparire il fatto che le emissioni nette di questi strumenti sono tornate su valori positivi ad ottobre e che queste attività sono state acquistate dalle stesse IFM. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente di capitale e riserve è aumentato nel terzo trimestre, portandosi al 10,7 per cento dal 10,1 del trimestre precedente, ma ha subito una netta diminuzione in ottobre, al 7,2 per cento, malgrado un flusso mensile moderatamente positivo.

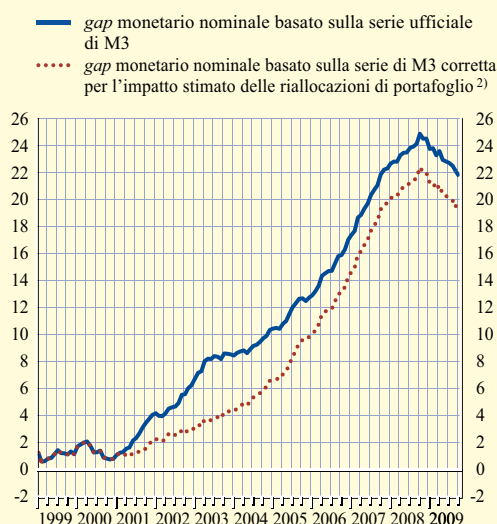
Infine, l'afflusso annuale delle attività nette sull'estero delle IFM è salito a 155 miliardi di euro nel terzo trimestre, contro 110 miliardi in quello precedente, ma si è nuovamente ridotto in ottobre, collocandosi a 98 miliardi (cfr. figura 10). Questi flussi positivi nella posizione netta con l'estero celano tuttavia il fatto che sia le attività, sia le passività sull'estero hanno continuato a contrarsi in termini annuali, con la contrazione delle passività più marcata di quella delle attività. Tali contrazioni hanno notevolmente contribuito alla riduzione della leva finanziaria osservata negli ultimi trimestri nel bilancio delle IFM.

VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Gli andamenti delle misure dei gap monetari nominale e reale indicano che l'accumulo di liquidità monetaria nell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel terzo trimestre del 2009 (cfr. figure 11 e 12). Tali misure delle condizioni di liquidità vanno interpretate con cautela, poiché si basano su

Figura 11 Stime del gap monetario nominale ¹⁾

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



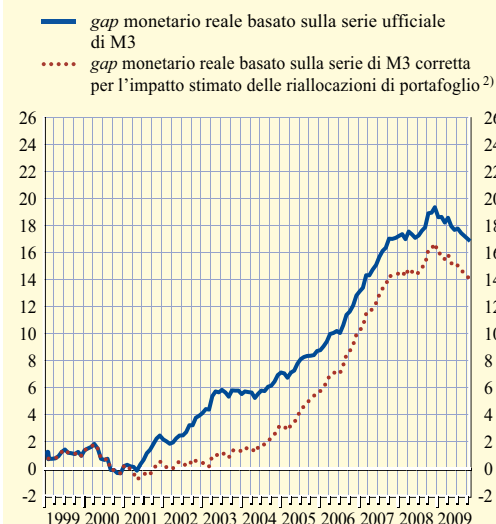
Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 12 Stime del gap monetario reale ¹⁾

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, soggetta sempre ad incertezza, soprattutto nelle condizioni attuali. Di fatto, le differenze tra le varie misure dei gap monetari possono essere considerate come un'indicazione della considerevole incertezza che, nella fase attuale, caratterizza la valutazione delle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Nonostante questi motivi di cautela, le misure mettono chiaramente in evidenza un accumulo di liquidità negli ultimi anni, che non sembra essere stato completamente riassorbito dalla crescita contenuta di M3 dalla fine del 2008.

In sintesi, i dati più recenti indicano il protrarsi della concomitante decelerazione fatta osservare da M3 e dai prestiti al settore privato negli ultimi trimestri. Ciò suffraga la valutazione secondo la quale la crescita monetaria di fondo resta moderata e che le spinte inflazionistiche risultanti dagli andamenti della moneta sono contenute. A riguardo, rileva notare che: i) nell'attuale fase il rallentamento di M3 risente in misura considerevole dell'inclinazione particolarmente accentuata della curva dei rendimenti, sovrastimando il calo della crescita monetaria di fondo; ii) parte del rallentamento potrebbe corrispondere a un parziale riassorbimento degli squilibri accumulati in precedenza.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel secondo trimestre del 2009, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari ha registrato solo un lieve aumento, malgrado gli ulteriori consistenti investimenti da parte del settore delle amministrazioni pubbliche e l'incremento di quelli delle famiglie. I flussi annuali di investimenti in fondi obbligazionari e azionari sono rimasti negativi nel secondo trimestre, mentre quelli trimestrali sono divenuti positivi, a indicare un miglioramento della fiducia degli investitori. Il tasso di crescita degli investimenti finanziari da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione è aumentato nel secondo trimestre, pur rimanendo basso in un'ottica di più lungo periodo.

Tavola 2 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2007	2007	2007	2007	2008	2008	2008	2008	2009	2009
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale	100	5,3	5,3	4,9	4,6	4,1	3,5	3,3	3,8	3,5	3,6
Circolante e depositi	25	7,4	7,9	7,4	7,1	6,9	5,5	5,5	6,6	6,8	6,3
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	6,6	5,1	3,9	4,3	4,2	4,6	5,2	7,4	4,7	1,2
di cui: a breve termine	0	17,1	17,2	25,5	30,8	28,2	9,5	-4,4	2,9	-29,7	-42,2
a lungo termine	5	5,6	3,8	1,7	1,8	1,5	4,1	6,5	7,9	9,3	6,4
Azioni e altri titoli di capitale,											
escluse le quote di fondi comuni	27	2,3	2,4	2,8	3,0	3,0	3,0	2,7	3,5	3,9	4,2
di cui: azioni quotate	6	1,4	1,9	2,1	2,8	3,0	3,6	3,7	3,8	5,1	4,8
azioni non quotate e altri titoli											
di capitale	21	2,7	2,6	3,1	3,1	3,0	2,8	2,3	3,3	3,4	4,0
Quote di fondi comuni	5	0,4	0,6	-1,0	-3,2	-5,3	-6,5	-6,6	-6,5	-5,2	-3,9
Riserve tecniche di assicurazione	16	6,6	6,5	5,9	5,5	5,0	4,6	4,3	3,5	3,3	3,4
Altre attività finanziarie ²⁾	21	8,3	7,9	7,5	6,8	5,4	4,5	4,0	3,8	1,5	2,7
M3 ³⁾		11,0	11,0	11,4	11,6	10,1	9,7	8,7	7,5	5,1	3,6

Fonte: BCE.

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

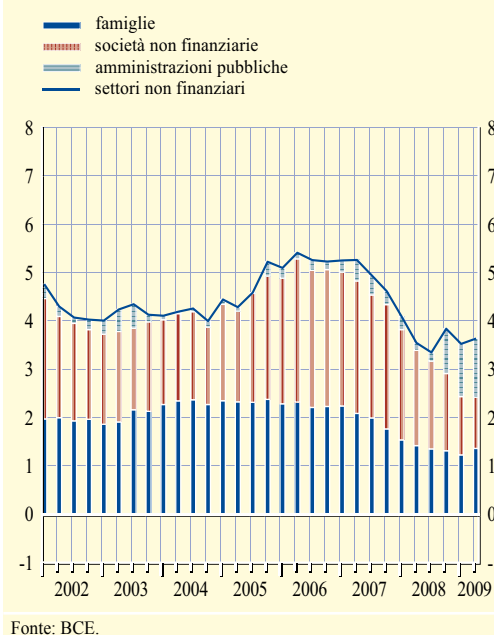
3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel secondo trimestre del 2009 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti trimestrali dell'area dell'euro), gli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari sono cresciuti del 3,6 per cento sul periodo corrispondente dell'anno precedente (cfr. tavola 2). Seppur lievemente superiore rispetto al 3,5 per cento del trimestre precedente, l'incremento risulta contenuto rispetto ai livelli registrati dal 1999. Esso è ascrivibile, in particolare, al maggiore contributo fornito dagli investimenti in "altri" strumenti finanziari (che comprendono prodotti come prestiti intersocietari e crediti commerciali), nonché all'aumento dei contributi provenienti da azioni non quotate e altre partecipazioni; riflette inoltre il minore contributo negativo delle quote di fondi comuni. Per contro, si sono ridotti gli apporti forniti dagli investimenti in circolante e depositi, titoli di debito e azioni quotate, mentre il contributo delle riserve tecniche di assicurazione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente.

Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



In termini di scomposizione per settori, all'origine del moderato aumento del tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi vi è stato un incremento del contributo fornito dalle famiglie, che è stato largamente controbilanciato dalla diminuzione di quello delle società non finanziarie (cfr. figura 13). L'apporto delle amministrazioni pubbliche si è ulteriormente accresciuto, poiché il settore ha continuato ad accumulare ingenti attività finanziarie di riflesso principalmente all'erogazione di prestiti e all'acquisto di azioni e titoli di debito nel quadro delle misure volte ad assicurare la stabilità del settore bancario. Inoltre, è possibile che la sostenuta emissione di titoli di debito a fronte di disavanzi crescenti abbia aumentato le consistenze di depositi detenute dal settore. Mentre i tassi di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società non finanziarie e delle famiglie registrano attualmente i valori più bassi dall'avvio della Terza fase dell'UEM, quelli relativi agli investimenti delle amministrazioni pubbliche si collocano su livelli storicamente mai osservati. Per informazioni più dettagliate sull'andamento degli investimenti finanziari del settore privato, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

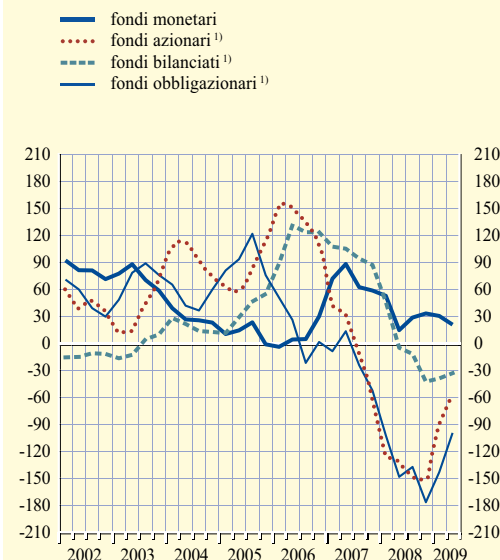
La diminuzione del valore delle attività totali dei fondi di investimento nell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari) è ulteriormente rallentata nel secondo trimestre del 2009, registrando un tasso di crescita sul periodo corrispondente di -9,5 per cento, in aumento dal -20,6 e -26,8 per cento rispettivamente del primo trimestre 2009 e del quarto trimestre 2008³⁾.

Tuttavia, su base trimestrale, il valore delle attività totali dei fondi di investimento è cresciuto del 10,8 per cento nel secondo trimestre del 2009, registrando così il primo incremento dal 2007 in base

3) Va rilevato che nel campione in esame nel dicembre 2008 sono stati inclusi una serie di fondi di investimento non soggetti a supervisione, che hanno determinato un aumento delle attività totali di circa 120 miliardi di euro. Pertanto, i tassi di crescita sul periodo corrispondente del quarto trimestre 2008 e del primo e secondo trimestre 2009 sottostimano l'effettivo calo di valore delle attività totali.

Figura 14 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)

(in miliardi di euro)



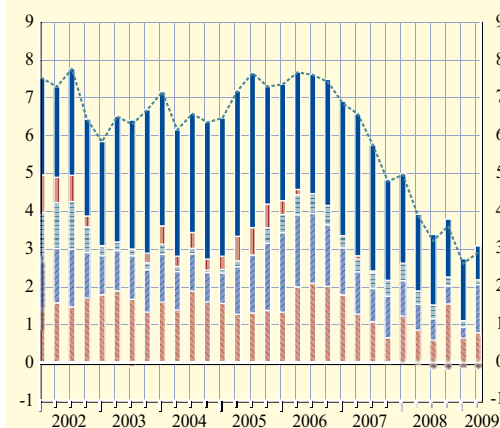
Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA.

Figura 15 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati
azioni quotate
azioni non quotate e partecipazioni
quote di fondi comuni
altro¹⁾
totale



Fonte: BCE.

1) Comprende prestiti, depositi, riserve tecniche di assicurazione e altri conti attivi.

a dati non destagionalizzati. Tale incremento ha interessato tutte le classi di attività, ma è per la maggior parte ascrivibile all'aumento di valore delle disponibilità di: i) azioni e altre partecipazioni; e ii) titoli, diversi da azioni, con scadenza superiore a un anno. I dati sulle transazioni indicano che nel secondo trimestre i fondi di investimento hanno registrato flussi positivi (per la prima volta dalla metà del 2007), anche se l'aumento sul trimestre precedente del valore delle attività totali è in gran parte ascrivibile a effetti di valutazione positivi.

I dati forniti dall'EFAMA⁴⁾ sulle vendite nette di varie tipologie di fondi di investimento nel secondo trimestre mostrano che i deflussi netti annuali hanno continuato ad attenuarsi, in misura alquanto marcata per quanto riguarda i fondi azionari e obbligazionari, e in misura lievemente minore nel caso dei fondi misti/bilanciati (cfr. figura 14). Allo stesso tempo, i deflussi dai fondi azionari e obbligazionari sono rimasti molto più sostenuti che per i fondi misti/bilanciati. I fondi del mercato monetario hanno continuato a essere la sola categoria di fondi con flussi annuali positivi, nonostante il moderato calo rispetto al trimestre precedente.

Nel complesso, le dinamiche del secondo trimestre indicano che gli investimenti in fondi hanno tratto vantaggio da un miglioramento della fiducia degli investitori e dalla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. Ciò ha favorito la riallocazione di fondi da attività monetarie maggiormente liquide e sicure a strumenti a più lungo termine e presumibilmente più rischiosi.

4) La European Fund and Asset Management Association (EFAMA) fornisce informazioni sulle vendite nette (o flussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro*, nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

Nel secondo trimestre del 2009, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione è salito al 2,9 per cento, dal 2,6 del trimestre precedente (cfr. figura 15). Tale andamento va principalmente ricondotto a un aumento del contributo fornito sia dagli investimenti in quote di fondi comuni, sia, anche se in misura minore, dall'erogazione di prestiti (compresi negli "altri" strumenti finanziari). Allo stesso tempo, il contributo degli investimenti in titoli di debito da parte delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione si è ridotto rispetto al trimestre precedente. L'andamento contrasta con l'aumento degli acquisti di tali strumenti da parte delle IFM e AIF. Sembra pertanto che nel caso delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione vi sia stata una riallocazione dall'investimento diretto in titoli all'investimento indiretto tramite fondi comuni. Il fatto che la crescita degli investimenti finanziari complessivi risulti piuttosto modesta rispetto ai valori storici (periodo dal 1999) è imputabile al minore tasso di crescita delle riserve tecniche di assicurazione dal lato del passivo di bilancio. Al riguardo, è da notare che, nel complesso i flussi annuali in riserve tecniche di assicurazione del settore detentore di moneta non hanno fatto registrare un ulteriore rallentamento nel primo e secondo trimestre del 2009, dopo i livelli molto bassi registrati alla fine del 2008.

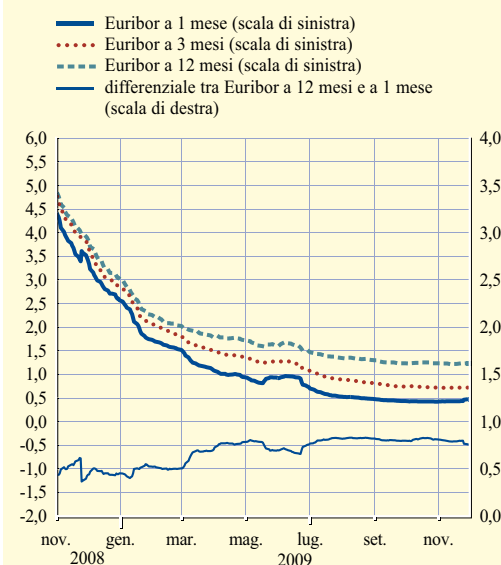
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Negli ultimi tre mesi i tassi del mercato monetario hanno continuato a ridursi su tutte le scadenze sia sui depositi privi di garanzia sia su quelli garantiti. Tuttavia, il calo si è stato più contenuto di quello registrato nei periodi precedenti. I differenziali fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli garantiti sono ulteriormente diminuiti negli ultimi tre mesi, ma rimangono su livelli elevati rispetto a quelli registrati prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'agosto 2007.

Negli ultimi tre mesi i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono ulteriormente calati su quasi tutte le scadenze, seppur a un ritmo più contenuto rispetto alle più marcate flessioni osservate tra l'ottobre 2008 e l'agosto 2009. Tale andamento rispecchia l'ulteriore riassorbimento delle tensioni sui mercati monetari nel contesto del potenziamento delle misure di sostegno adottate dalla BCE (incluse, in particolare, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a un anno condotte il 24 giugno e il 30 settembre 2009). Il 2 dicembre i tassi Euribor a tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,72, 1,00 e 1,24 per cento, ossia su livelli inferiori di 9, 8 e 6 punti base rispetto a quelli osservati il 3 settembre. Il tasso Euribor a un mese restava invece invariato allo 0,48 per cento. Nel complesso, il differenziale fra i tassi Euribor a dodici mesi e quelli a un mese, una misura della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito di 6 punti base nel corso del periodo, collocandosi a 76 punti base il 2 dicembre (cfr. figura 16).

Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario

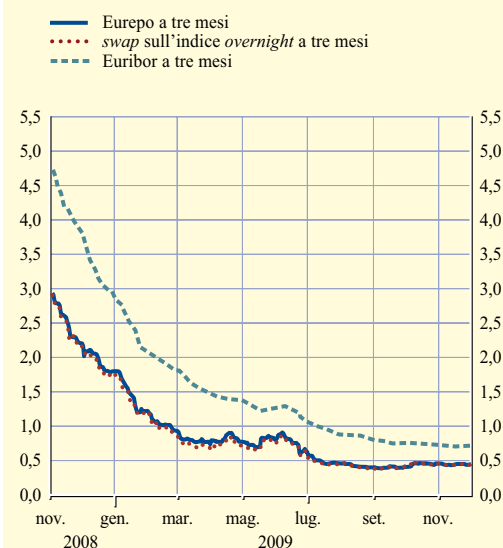
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

Figura 17 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi

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



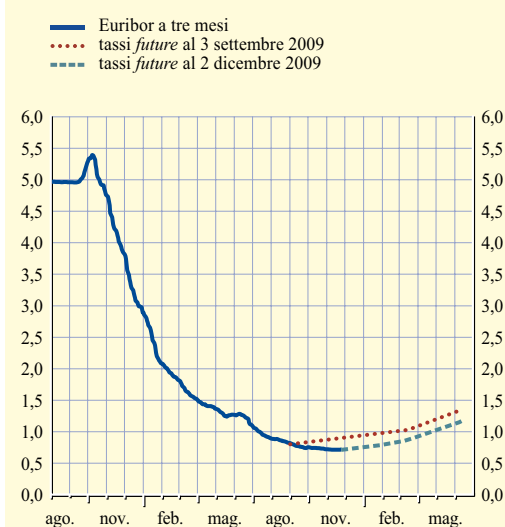
Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

I differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli con garanzia (come l'Eurepo o quelli ricavati dall'Eonia Swap Index) hanno continuato a scendere nel periodo, sebbene a un ritmo più contenuto che nei mesi precedenti. Per la scadenza a tre mesi, il differenziale si situava il 2 dicembre a 28 punti base, in calo di 15 punti base rispetto al livello del 3 settembre. Nel complesso, nonostante la protratta diminuzione dai massimi registrati nel settembre 2008, questi differenziali restano relativamente ampi rispetto ai valori osservati prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 (cfr. figura 17).

Il 2 dicembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno e settembre 2010 si collocavano rispettivamente allo 0,875, 1,175 e 1,455 per cento, con un calo di circa 12, 14 e 19 punti base rispetto al 3 settembre (cfr. figura 18). Negli ultimi tre mesi anche la volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza nel dicembre 2009 è diminuita (cfr. figura 19).

Figura 18 Tasso di interesse a tre mesi e tassi future nell'area dell'euro

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

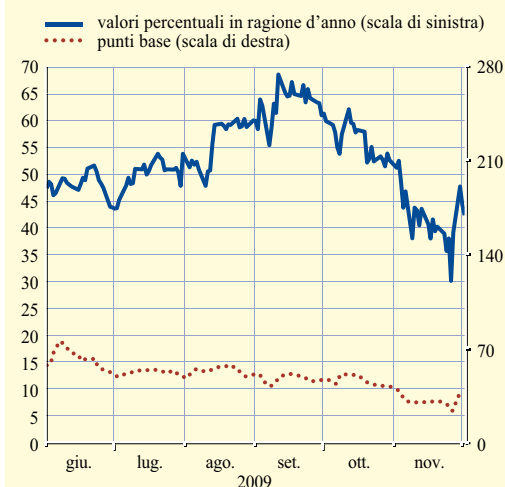


Fonte: Reuters.

Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

Figura 19 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2009

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



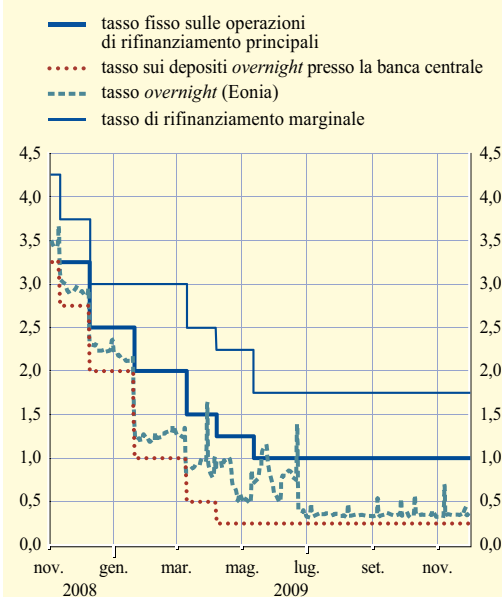
Fonti: Bloomberg, Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

La BCE ha continuato a fornire ai mercati monetari ampio sostegno tramite diverse operazioni di immissione di liquidità con varie scadenze. Oltre alle operazioni a un anno del 24 giugno e 30 settembre, si sono avute anche operazioni con scadenza a una settimana, a un periodo di mantenimento, a tre mesi e a sei mesi. La partecipazione alle operazioni con scadenze inferiori a un anno è diminuita significativamente dal giugno 2009. L'Eonia è stato relativamente stabile a partire dal 24 giugno, collocandosi meno di 10 punti base al di sopra del tasso sui depositi presso la banca centrale, con rari picchi legati a operazioni di assorbimento della liquidità nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Il 2 dicembre l'Eonia si è collocato allo 0,349 per cento. Questi andamenti rispecchiano l'ampio quantitativo di liquidità in eccesso rimanente dopo l'operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno condotta il 24 giugno, in cui sono stati aggiudicati 442 miliardi di euro, a cui è seguita una più modesta operazione a un anno il 30 settembre che ha visto l'aggiudicazione di 75 miliardi di euro. Le operazioni a un anno sono state condotte con procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, in linea con le altre operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema. L'abbondante liquidità nell'area dell'euro è al momento in parte assorbita da un considerevole ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale (cfr. riquadro 20).

Figura 20 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

Riquadro 3

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 12 AGOSTO AL 10 NOVEMBRE 2009

Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE durante i tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente l'8 settembre, il 13 ottobre e il 10 novembre 2009. In questo arco temporale la BCE ha continuato ad applicare le misure non convenzionali introdotte nell'ottobre 2008 in risposta all'intensificarsi della crisi finanziaria.

Di fatto, le operazioni di rifinanziamento denominate in euro hanno seguito a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione a fronte di un elenco ampliato di attività stanziabili a garanzia e con scadenze comprese tra una settimana e un anno. In connessione a ciò, il 30 settembre è stata condotta la seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a un anno, che ha attratto offerte da 589 controparti e ha prodotto un volume di aggiudicazione di 75 miliardi di euro. In giugno, invece, nella prima operazione a un anno il volume aggiudicato era stato pari a 442 miliardi. Nel contempo, l'Eurosistema ha continuato a effettuare acquisti nell'ambito del suo programma di acquisto di obbligazioni garantite. Il 10 novembre il valore totale degli acquisti aveva raggiunto 21,9 miliardi di euro.

Nell'ambito di tale programma, le banche centrali dell'Eurosistema intendono acquistare obbligazioni garantite per un valore totale di 60 miliardi di euro tra il 6 luglio 2009 e la fine di giugno 2010.

Il 24 settembre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, in accordo con altre banche centrali tra cui la Federal Reserve, di continuare le sue operazioni di immissione di liquidità a una settimana in dollari statunitensi fino al gennaio 2010. Tali operazioni seguiranno a essere condotte a fronte di garanzie idonee per le operazioni dell'Eurosistema in procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso, d'intesa con la Banca Nazionale Svizzera, di continuare a condurre sino al 31 gennaio 2010 operazioni *swap* di immissione di liquidità in franchi svizzeri a una settimana. Il rifinanziamento fornito in valuta estera dall'Eurosistema è ottenuto tramite *swap* in valuta con le rilevanti banche centrali.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nei tre periodi di mantenimento in esame il fabbisogno giornaliero medio di liquidità delle banche – definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) – è stato pari a 591 miliardi di euro, in calo di 7 miliardi rispetto alla media dei tre periodi precedenti.

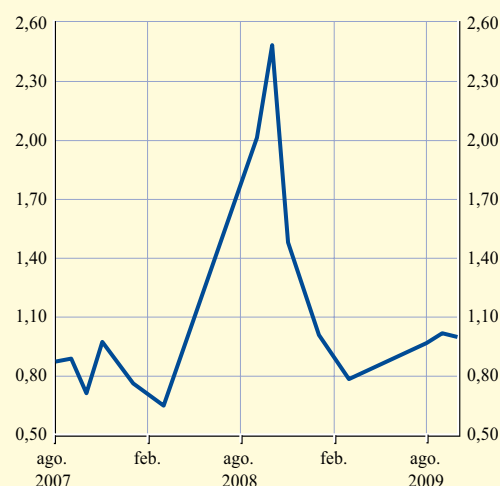
In media i fattori autonomi sono diminuiti lievemente a 372,6 miliardi di euro (cfr. figura B), da 380,2 miliardi di euro nei precedenti tre periodi di mantenimento. La riserva obbligatoria media è scesa di ulteriori 3,2 miliardi di euro a 213,8 miliardi di euro. L'eccedenza media delle riserve è salita leggermente nei primi due periodi di mantenimento, dopo gli aumenti osservati in luglio e agosto, ma è poi calata lievemente nel periodo di mantenimento terminato il 10 novembre. Nel complesso, l'eccedenza media delle riserve è stata minore di circa 0,1 miliardi di euro rispetto ai precedenti tre periodi di mantenimento (cfr. figura A).

Il ricorso netto medio alle operazioni di deposito presso la banca centrale è progressivamente diminuito nel periodo in rassegna, calando da una media di 136,4 miliardi di euro nel periodo di mantenimento terminato l'8 settembre a una media di 86,2 miliardi di euro nel periodo di mantenimento chiuso il 10 novembre (con un ricorso netto medio a questo strumento pari a 110,5 miliardi di euro nel complesso dei tre periodi di mantenimento). Ciò ha rispecchiato una graduale flessione della quantità di operazioni di rifinanziamento in essere dopo il regolamento di 442 miliardi di euro il 25 giugno nella prima operazione a un anno.

Nel periodo in esame il livello di partecipazione nell'operazione di regolazione puntuale di assorbimento di liquidità condotta dall'Eurosistema nell'ultimo giorno di ciascun periodo

Figura A Riserve bancarie detenute in conto corrente eccedenti l'importo minimo obbligatorio

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

di mantenimento è stato relativamente stabile (cfr. figura B). In tutte queste tre operazioni, l'assorbimento medio è stato all'incirca di 185 miliardi di euro. Per contro, nei precedenti tre periodi di mantenimento l'assorbimento medio era stato di 264 miliardi di euro. Il ricorso medio giornaliero alle operazioni di rifinanziamento marginale è stato pari a 0,3 miliardi di euro nel periodo in rassegna, circa 0,5 miliardi di euro in meno rispetto ai precedenti tre periodi di mantenimento.

Offerta di liquidità e tassi di interesse

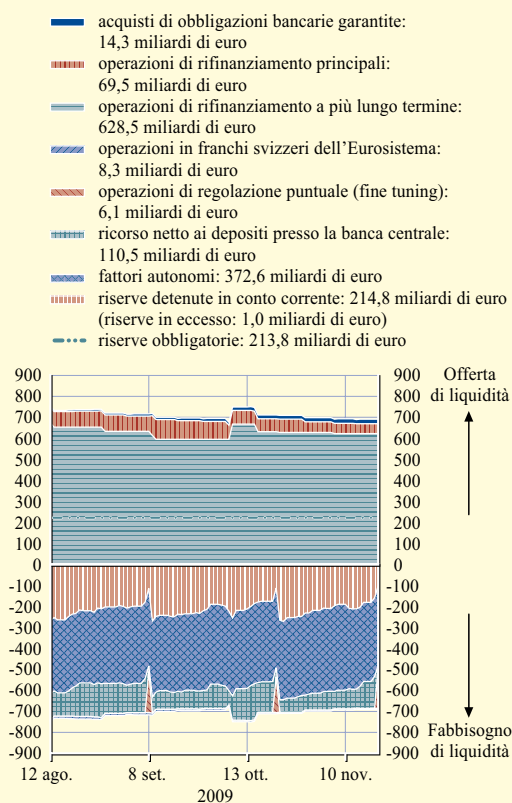
Il volume di operazioni di rifinanziamento in essere è stato in media di 683 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento in rassegna, a fronte di 711 miliardi di euro nei precedenti tre periodi di mantenimento (comprendenti il periodo che includeva il 25 giugno 2009, quando è stata regolata la prima ORLT a un anno e il volume di rifinanziamento in essere ha raggiunto una punta massima di 897 miliardi di euro). Il calo da tale massimo è continuato in ciascuno dei tre periodi di mantenimento in esame, con un volume medio di operazioni di rifinanziamento in essere che è sceso da 702 miliardi di euro nel periodo terminato l'8 settembre a 683 e 666 miliardi di euro rispettivamente nei due periodi di mantenimento successivi.

Come nei precedenti tre periodi di mantenimento, l'operazione di rifinanziamento principale a una settimana ha rappresentato solo una quota limitata, e in calo, (pari a circa l'8-10 per cento), dell'importo totale di rifinanziamento in essere. Di fatto, il volume in essere medio delle operazioni di rifinanziamento principali settimanali è costantemente diminuito nei tre periodi di mantenimento in rassegna, scendendo da 74,8 miliardi di euro nel periodo di mantenimento terminato l'8 settembre a 52,3 miliardi di euro nel periodo chiuso il 10 novembre. Nel contempo, mentre 75 miliardi di euro sono stati aggiudicati nella seconda ORLT a un anno il 30 settembre, il volume medio in essere di ORLT a tre e sei mesi è calato a 113 miliardi di euro nei periodi di mantenimento in esame, a fronte di una media di 224 miliardi di euro nei precedenti tre periodi di mantenimento.

Per quanto riguarda il programma di acquisto di obbligazioni garantite dell'Eurosistema, nel periodo in rassegna si è avuta una media giornaliera di acquisti di obbligazioni garantite del valore di 176 miliardi di euro e il 10 novembre il valore totale degli acquisti regolati si collocava a 21,9 miliardi di euro. Tali andamenti, unitamente al calo marginale osservato nel fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro, ha dato un avanzo di liquidità netto di 112 miliardi di euro nel periodo in rassegna, inferiore alla media dei precedenti tre periodi di mantenimento.

Figura B Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità

(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



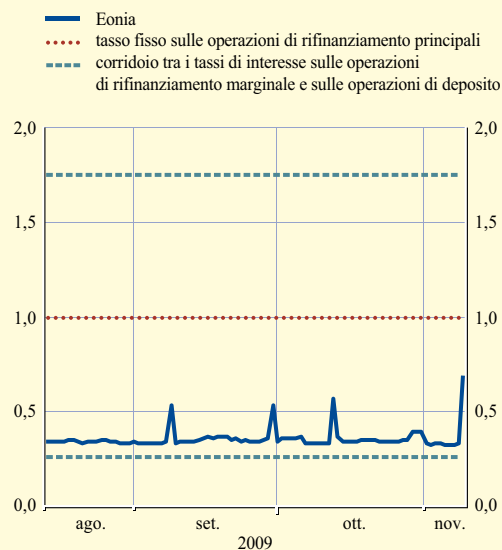
Fonte: BCE.

I tassi di interesse di riferimento della BCE non subiscono variazioni dal 13 maggio 2009: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali rimane all'1 per cento, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,75 per cento e quello sui depositi presso la banca centrale allo 0,25 per cento. L'Eonia è rimasto sostanzialmente stabile nei tre periodi di mantenimento in rassegna, prossimo al tasso sui depositi presso la banca centrale con una media dello 0,358 per cento (cfr. figura C), a fronte dello 0,464 per cento dei precedenti tre periodi di mantenimento.

Il 3 novembre l'Eonia ha raggiunto un minimo storico allo 0,324 per cento. In aggiunta, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi – che indica il livello del rischio di credito e di liquidità – ha continuato a diminuire nel periodo in esame, collocandosi in media attorno a 35 punti base, a fronte dei 48 punti base dei precedenti tre periodi di mantenimento e dei 64 punti base del periodo di mantenimento precedente al fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008. Dopo tale evento, il 12 ottobre 2008 il detto differenziale aveva toccato una punta massima di 186 punti base. Per tutto il periodo in rassegna l'Eonia è stato maggiore l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, quando la BCE ha condotto operazioni di regolazione puntuale finalizzate all'assorbimento di liquidità: ciò appare in linea con il profilo osservato nei precedenti tre periodi di mantenimento.

Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Negli ultimi tre mesi i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono complessivamente diminuiti di circa 10 punti base. Gli annunci di dati macroeconomici positivi nell'arco del periodo sembrano non essersi tradotti in maggiori rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine. Il livello dei tassi di inflazione di pareggio a lungo termine dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato da fine agosto. Nei mercati delle obbligazioni societarie la protratta tendenza verso una minore avversione al rischio si è rispecchiata nell'ulteriore restringimento dei differenziali di rendimento dei titoli emessi dalle società non finanziarie. Tuttavia, i differenziali delle obbligazioni societarie emesse da società finanziarie si sono leggermente ampliati con l'aumentare delle preoccupazioni del mercato sulla solidità delle istituzioni finanziarie.

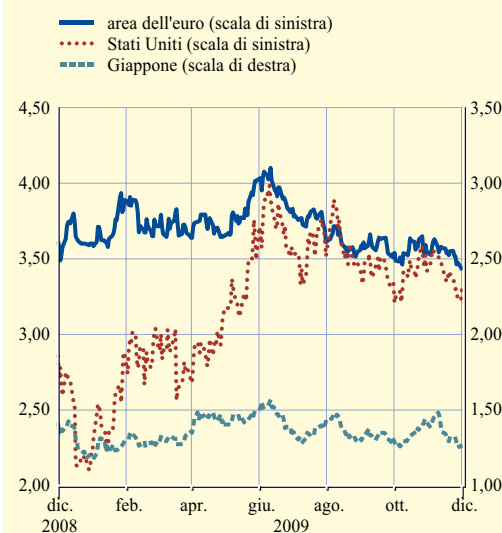
Dalla fine di agosto al 2 dicembre, il livello dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro è calato complessivamente di circa 10 punti base collocandosi al 3,4 per cento (cfr. figura 21). Analogamente, anche negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di 10 punti base portandosi al 3,3 per cento. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato a -10 punti base. Anche in Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di 10 punti base portandosi all'1,2 per cento all'inizio di dicembre.

Gli annunci di dati macroeconomici nel complesso positivi durante gli ultimi tre mesi, rispecchiando una revisione al rialzo delle prospettive di crescita sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, sembrano non essersi tradotti in un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Inoltre, l'attività di emissione è stata anch'essa vigorosa sul periodo, al fine di finanziare l'ampio stimolo fiscale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Anche ciò avrebbe dovuto favorire un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si mantengono su livelli storicamente bassi nell'area dell'euro e su livelli ancora bassi negli Stati Uniti. In particolare, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi appaiono molto più bassi delle aspettative di crescita nominale sugli orizzonti a lunga scadenza.

La mancanza di risposta dei rendimenti all'alta attività di emissione è attribuibile alla forte domanda negli ultimi tre mesi. Ciò è un riflesso di diversi fattori. In primo luogo, le preoccupazioni da parte dei mercati sulla fragilità della ripresa economica permangono e la ricerca di maggiori rendimenti in un contesto economico in graduale miglioramento non si è pienamente tradotta in riallocazioni di portafoglio a favore delle azioni. In secondo luogo, l'attuale pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti e la risultante ricerca di maggiori rendimenti sulle scadenze più lunghe stanno esercitando ulteriori pressioni al ribasso nel segmento a lungo termine della curva. In terzo luogo, non si può esclu-

Figura 21 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.

dere che i recenti bassi rendimenti possano anche riflettere gli ampi volumi di liquidità disponibile. Per la maggior parte del 2009 le IFM dell'area dell'euro hanno effettuato sostanziali acquisti di titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Ciò è in parte ascrivibile all'inclinazione della curva dei rendimenti, ma riflette anche l'impatto di alcuni fattori aggiuntivi, quali l'attuale processo di riduzione dell'indebitamento da parte delle banche dell'area dell'euro e l'abbondante liquidità a disposizione.

L'incertezza degli operatori di mercato riguardo agli andamenti di breve periodo dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita dei mercati obbligazionari, è rimasta sostanzialmente invariata tra la fine di agosto e la fine di ottobre sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Nella seconda parte di novembre la volatilità implicita è leggermente diminuita, ma verso la fine del mese l'annuncio di una holding pubblica di Dubai di un ritardo nel rimborso del debito ha suscitato rinnovate preoccupazioni sulla solidità dei mercati del debito globali. Nel complesso, i recenti livelli di volatilità dei mercati obbligazionari restano al di sopra dei livelli osservati prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie.

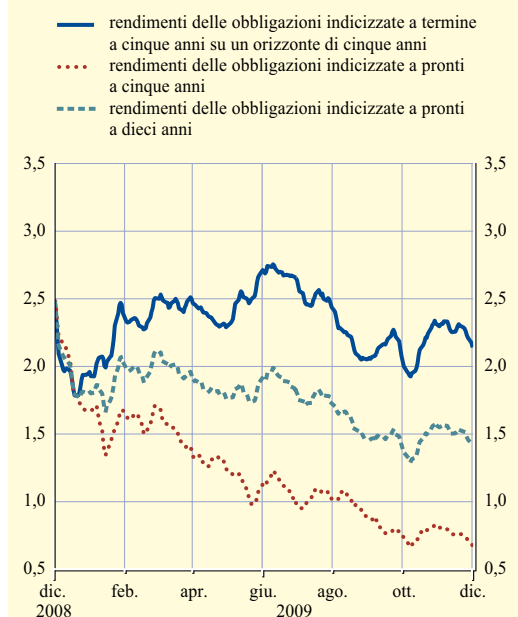
Le accresciute preoccupazioni da parte dei mercati sulla solidità della posizione finanziaria dei governi dell'area dell'euro si sono tradotte in un rialzo dei *credit default swap* per la maggior parte dei paesi dell'area. Ciò si è riflesso anche nell'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'area dell'euro rispetto alla Germania. Tale ampliamento è stato particolarmente pronunciato per la Grecia a seguito del declassamento del debito greco da parte di alcune agenzie di *rating* e dell'annuncio di revisioni al rialzo del rapporto tra disavanzo e PIL del paese.

Agli inizi di dicembre i rendimenti delle obbligazioni sovrane a lungo termine indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro si collocavano su valori in linea a quelli di fine agosto (cfr. figura 22). Il rendimento delle obbligazioni decennali indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro si è collocato a circa l'1,4 per cento a inizio dicembre. I rendimenti reali a più breve termine sono invece calati di 20 punti base nel periodo in esame, collocandosi allo 0,7 per cento a inizio dicembre, con una conseguente lieve accentuazione della pendenza della curva dei rendimenti reali dell'area dell'euro.

Il 2 dicembre, alla fine del periodo in esame, i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e a dieci anni si collocavano rispettivamente a circa l'1,8 e 2,2 per cento, sostanzialmente in linea con i valori registrati a fine agosto. Il tasso a termine implicito a cinque anni su un orizzonte quinquennale e quello a termine implicito a cinque anni ricavato dagli *swap* sull'inflazione si collocavano entrambi al 2,6 per cento a inizio dicembre, un livello sostanzialmente invariato rispetto a fine agosto. Nel complesso, i dati dei

Figura 22 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

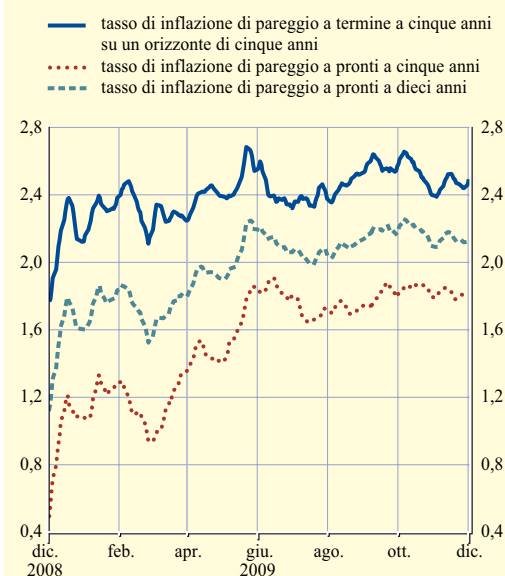
mercati finanziari continuano a indicare attese di inflazione saldamente ancorate. Sinora non vi sono riscontri di un significativo aumento sia delle aspettative di inflazione (di mercato) sia dei premi per il rischio d'inflazione. I recenti andamenti dei tassi di inflazione di pareggio sono attribuibili a volatilità di mercato. Come indicato in passato, la volatilità relativamente elevata dei tassi di inflazione di pareggio e dei tassi sugli *swap* indicizzati all'inflazione è prevalentemente riconducibile alla perdurante ma ancora incompleta normalizzazione delle condizioni di mercato su tutte le scadenze e degli squilibri tra domanda e offerta sul mercato dei prodotti legati all'inflazione su orizzonti decennali. Un'analisi più dettagliata delle esistenti distorsioni nei tassi di inflazione di pareggio è fornita nel riquadro 4.

Tra la fine di agosto e il 2 dicembre la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area dell'euro è stata rivista leggermente al rialzo nel comparto a lungo termine, ma al ribasso sugli orizzonti a medio termine (cfr. figura 24). L'incertezza circa le prospettive di crescita nel medio-lungo termine è rimasta elevata.

Per quanto riguarda il mercato delle obbligazioni societarie, il restringimento dei differenziali per le obbligazioni finanziarie di qualità elevata (*investment grade*) con merito di credito più basso e per le obbligazioni di qualità inferiore (*speculative grade*) è continuato fino a metà ottobre. Nel contempo, le emissioni di debito del settore delle imprese sono rimaste sostenute, continuando a indicare un certo grado di sostituzione del finanziamento bancario con il finanziamento mediante ricorso al mercato. Ciò si è verificato in un contesto di migliorate aspettative in merito alle pro-

Figura 23 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro

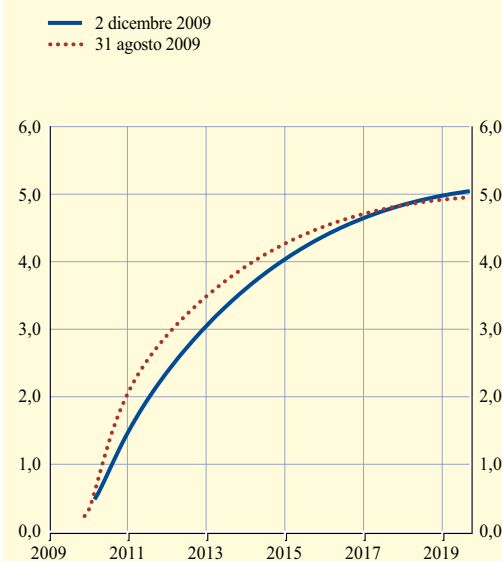
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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

spettive economiche e di perdurante normalizzazione delle condizioni in questi mercati. A metà ottobre, i differenziali sulle obbligazioni societarie del settore non finanziario si erano pienamente normalizzati, tornando su valori sostanzialmente in linea con quelli osservati prima delle turbolenze finanziarie, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie del settore finanziario si sono ridotti rapidamente, anche se i livelli sono rimasti nettamente più elevati rispetto a prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie. Nella seconda metà di ottobre, i timori di un ritiro del sostegno dei governi o di un inasprimento più rapido del previsto delle politiche monetarie nelle economie sviluppate hanno suscitato preoccupazioni in merito alla sostenibilità della ripresa. Le riassicurazioni dei leader mondiali, tuttavia, hanno fornito un certo sostegno ai mercati delle obbligazioni societarie finanziarie, fino a quando gli annunci da parte della Commissione europea a proposito delle perdite bancarie hanno provocato rinnovate preoccupazioni da parte dei mercati circa la solidità del sistema bancario dell'area dell'euro. In novembre i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie emesse dalle istituzioni finanziarie con più basso merito di credito (anche per alcune classificate *investment grade*) sono aumentati. Inoltre, l'annuncio da parte di una holding pubblica di Dubai di voler chiedere ai creditori una proroga di sei mesi sul suo debito ha contribuito all'ulteriore ampliamento dei rendimenti delle obbligazioni societarie del settore finanziario.

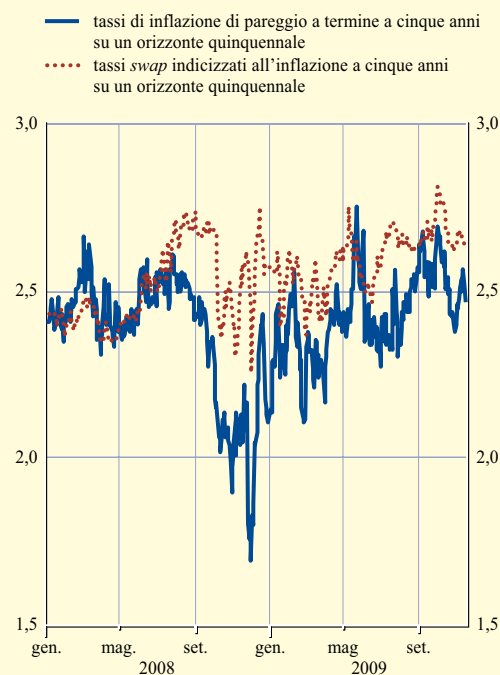
Riquadro 4

UNA VALUTAZIONE DEGLI ANDAMENTI RECENTI DEI TASSI DI INFLAZIONE DI PAREGGIO A LUNGO TERMINE

La sezione 2.4 della parte “Andamenti economici e monetari” del Bollettino mensile fornisce un contributo al regolare monitoraggio degli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione a lungo termine. A partire dall'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nell'autunno del 2008 tale sezione ha sottolineato come l'aumento della volatilità dei tassi di inflazione di pareggio (TIP) a termine a lunga scadenza fosse riconducibile a gravi malfunzionamenti nel mercato degli strumenti indicizzati all'inflazione. Benché i mercati obbligazionari siano andati gradualmente normalizzandosi nel corso del 2009, di recente i TIP a termine a lunga scadenza hanno oscillato intorno al livello relativamente alto del 2,5 per cento, portandosi addirittura in prossimità del 2,7 per cento nei primi giorni di ottobre di quest'anno (cfr. la figura 23 del testo principale). Negli stessi giorni, inoltre, anche i tassi a termine comparabili ricavati dagli swap indicizzati all'inflazione (SII) hanno raggiunto valori elevati, pari al 2,8 per cento (cfr. figura A). Il Consiglio direttivo della BCE, pur seguendo con attenzione tali andamenti, ha nondimeno rilevato che le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo rimangono ben ancorate.

Figura A Tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo e tassi swap indicizzati all'inflazione

(valori percentuali in ragione d'anno)



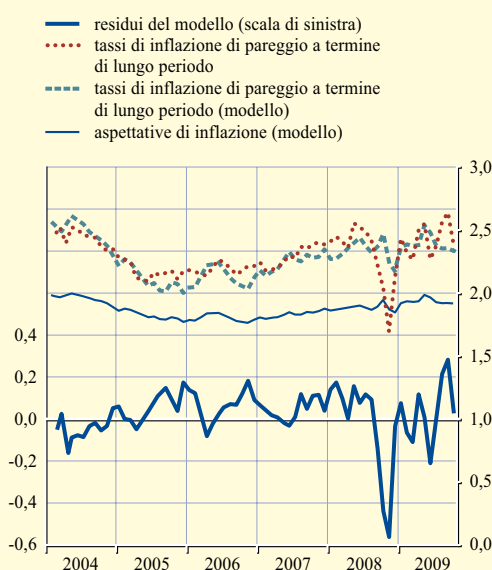
Fonti: Reuters, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Questo riquadro analizza la situazione del mercato, giungendo alla conclusione che i livelli elevati toccati dai TIP a termine a lunga scadenza restano coerenti con una situazione di saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione e di stabilità dei premi per il rischio di inflazione. Sebbene stiano gradualmente scomparendo, le distorsioni di liquidità continuano a influenzare in varia misura i diversi segmenti della curva dei TIP, nonché il calcolo dei TIP a termine a lunga scadenza.

Scomporre i TIP distinguendo la componente delle aspettative di inflazione da quella dei premi per il rischio di inflazione continua ad essere compito arduo. I modelli della struttura per scadenze possono tuttavia fornire alcuni utili elementi conoscitivi riguardo ai fattori che influenzano i TIP. La figura B presenta una stima del TIP a termine a lunga scadenza dell'area dell'euro basata su un modello, unitamente ai valori osservati del TIP e ai residui del modello che riflettono la discrepanza fra i valori stimati e quelli effettivi. Essa riporta inoltre il livello delle aspettative di inflazione (di mercato) implicito nella stima dei TIP a termine a lunga scadenza¹⁾. Va rilevato innanzitutto che, dallo scoppio delle turbolenze finanziarie, i TIP a termine a lunga scadenza stimati (rappresentati dalla linea tratteggiata blu) sono risultati molto meno volatili di quelli osservati. Inoltre, le aspettative di inflazione a lungo termine sono parimenti state piuttosto stabili, rimanendo su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento. Infine, una porzione significativa della volatilità dei TIP a termine a lunga scadenza osservati è riconducibile ai residui del modello, anziché alle variazioni del premio al rischio di inflazione stimato. Tali residui, inoltre, sono di recente divenuti positivi. Ciò potrebbe riflettere il protratto calo dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'arco del 2009 (attualmente pari all'1,5 per cento per la scadenza decennale), che eserciterebbe automaticamente pressioni al rialzo sui TIP (sia a pronti sia a termine) a lunga scadenza. Queste fluttuazioni pronunciate dei rendimenti in termini reali sono principalmente il risultato di fattori tecnici di mercato, specie di considerazioni di liquidità, e non dei fondamentali macroeconomici²⁾. Tale valutazione è corroborata dalle evidenze tratte dalle recenti indagini sulle aspettative di inflazione³⁾.

Figura B Scomposizione, basata sul modello, dei tassi di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per l'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

- 1) Il modello sottostante della struttura per scadenze è piuttosto simile a quello descritto da A. Ang, G. Bekaert e M. Wei (2008), "The Term Structure of Real Rates and Expected Inflation", *Journal of Finance*, 63(2), pagg. 797-849. Specificamente, il modello è stimato utilizzando i rendimenti dei titoli di Stato nominali a cinque e dieci anni, i rendimenti delle obbligazioni di Stato indicizzate a tre, cinque e dieci anni, l'inflazione effettiva misurata sullo IAPC e le aspettative di inflazione a lungo termine (su un orizzonte di sei-dieci anni) desunte dalle indagini di Consensus Economics.
- 2) Per contro, i residui del modello sono risultati fortemente negativi nell'autunno del 2008, di riflesso al considerevole aumento dei rendimenti in termini reali dovuto alle ingenti vendite di obbligazioni indicizzate all'inflazione (agli inizi di novembre del 2008 i rendimenti reali a dieci anni hanno raggiunto il massimo di oltre il 3 per cento), che ha contribuito a spingere verso il basso i TIP a lungo termine e in particolare il valore osservato del TIP a cinque anni sull'orizzonte a cinque anni.
- 3) Cfr. il riquadro intitolato "Risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il quarto trimestre del 2009" nel numero di novembre del 2009 di questo Bollettino.

Figura C Tassi *swap* indicizzati all'inflazione a termine di lungo periodo

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Figura D Spread tra tassi *swap* indicizzati all'inflazione a dieci anni su un orizzonte decennale e tassi *swap* indicizzati all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale

(punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Ulteriori evidenze delle distorsioni presenti nei TIP alle varie scadenze sono ricavabili dalla struttura a termine dei tassi SII. La figura C presenta due tassi SII a termine a lunga scadenza, ossia quello a cinque anni su un orizzonte di cinque anni e quello a dieci anni su un orizzonte a dieci anni. Su questi orizzonti particolarmente lunghi, è possibile ipotizzare che il livello delle aspettative di inflazione incorporate nei tassi a termine sia nella stessa misura in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della banca centrale. Tuttavia, quanto più esteso è il periodo considerato, tanto più elevata sarà l'incertezza (e quindi il rischio), per cui agli orizzonti più lunghi dovrebbe corrispondere un tasso a termine più elevato. Ciò era effettivamente quanto si verificava prima dell'intensificarsi delle turbolenze finanziarie nell'autunno del 2008, ma a seguito del tracollo di Lehman Brothers e del prosciugamento della liquidità nel mercato degli strumenti indicizzati all'inflazione la domanda di protezione dall'inflazione si è concentrata sulla scadenza di riferimento decennale, portando il tasso a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni a superare quello a dieci anni su un orizzonte di dieci anni. Benché negli ultimi mesi il differenziale fra questi due tassi a termine a lunga scadenza si sia in certa misura normalizzato, esso rimane in territorio negativo, a indicare che il processo di normalizzazione non è ancora completato (cfr. figura D).

In prospettiva, è possibile che nei mesi a venire le condizioni di liquidità nel mercato degli strumenti indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro continuino a migliorare. Dopo che nella prima metà del 2009 l'offerta di obbligazioni indicizzate è stata pressoché inesistente, le emissioni del settore pubblico sono di recente riprese e dovrebbero intensificarsi nel 2010. Inoltre, in caso di ulteriore miglioramento della liquidità, la volatilità dei TIP dovrebbe diminuire. Ciò detto, attualmente non è ancora chiaro quali saranno i tempi di un siffatto miglioramento, né con

quali modalità esso si trasmetterà lungo l'intera struttura per scadenze dei TIP. Di conseguenza, è appropriato attendersi che i TIP a termine rimarranno ancora volatili, principalmente di riflesso a questi aggiustamenti di natura tecnica.

In sintesi, la volatilità e i livelli elevati toccati di recente dai tassi di inflazione di pareggio a termine a lunga scadenza e dai tassi degli swap indicizzati all'inflazione non paiono riflettere una variazione significativa delle aspettative di inflazione a lungo termine. Essi sembrano piuttosto collegati a fattori tecnici di mercato, segnatamente alla normalizzazione in corso, ma ancora incompleta, delle condizioni di liquidità lungo la struttura per scadenze e agli squilibri tra domanda e offerta nel mercato degli strumenti indicizzati, specie sull'orizzonte decennale. Resta fondamentale, tuttavia, proseguire nell'attento monitoraggio di questi indicatori.

2.5 MERCATI AZIONARI

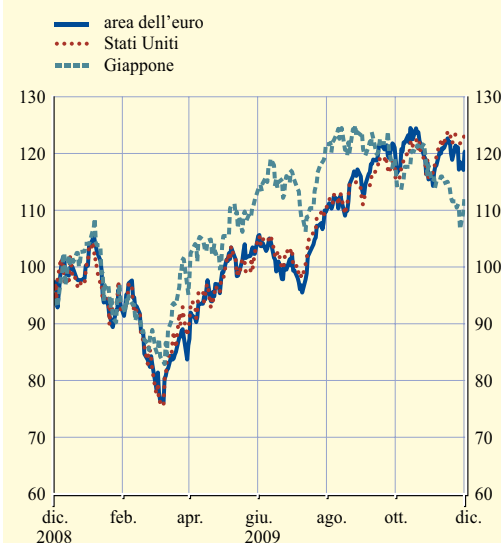
La tendenza al rialzo sottostante gli andamenti dei prezzi sui mercati azionari dell'area dell'euro, iniziata nel marzo 2009, si è attenuata dopo la metà di ottobre. I timori di mercato circa la solidità della ripresa e la fragilità del settore finanziario sembrano essere stati i fattori trainanti alla base dei recenti andamenti. Analogamente, si è avuta una interruzione del calo dell'incertezza prevalente sui mercati azionari – misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni – che si era osservato per la maggior parte dell'anno. Tuttavia, l'incertezza prevalente sui mercati azionari permane su valori nettamente al di sotto di quelli registrati al culmine della turbolenza finanziaria.

Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le quotazioni azionarie, misurate dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono aumentate rispettivamente del 3,9 e dell'8,7 per cento tra la fine di agosto e il 2 dicembre. Gli andamenti degli ultimi mesi suggeriscono che la tendenza al rialzo osservata dal marzo 2009 sembra essersi arrestata completamente nell'area dell'euro e aver perso intensità negli Stati Uniti. Malgrado la pubblicazione di dati macroeconomici complessivamente favorevoli e di notizie positive sulle aspettative sugli utili, i timori di mercato circa la solidità della ripresa e lo stato di salute del settore finanziario sembrano essere stati i fattori trainanti alla base del recente andamento dei corsi azionari. In Giappone, nello stesso periodo, i corsi azionari misurati dall'indice Nikkei 225 sono calati marcatamente dell'8,8 per cento.

La tendenza al rialzo registrata dal marzo di quest'anno nelle quotazioni azionarie si è interrotta a metà ottobre. Tra la fine di agosto e la metà di ottobre, il rialzo dei corsi azionari

Figura 25 Indici dei corsi azionari

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



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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

ha rispecchiato la pubblicazione di dati macroeconomici più favorevoli delle attese, confermando una ripresa economica in atto. Ciò ha provocato revisioni al rialzo delle prospettive di crescita per l'area dell'euro e il resto del mondo. La fiducia degli investitori è poi stata ulteriormente rafforzata dalla revisione al rialzo della valutazione dei settori bancari sia dell'area dell'euro sia degli Stati Uniti da parte dei principali operatori di mercato. A metà ottobre, i timori di mercato circa una revoca del sostegno pubblico prima del previsto nelle economie avanzate e lo stato di salute del settore finanziario hanno generato pronunciati cali delle quotazioni azionarie e un aumento della volatilità nella seconda parte del mese su entrambe le sponde dell'Atlantico. Queste preoccupazioni sono state in parte dissipate dalle riassicurazioni fornite dai leader mondiali in occasione del vertice del G20 in merito al mantenimento del sostegno per la ripresa economica. Tuttavia, gli andamenti nella seconda metà di novembre, quando le quotazioni azionarie sono nuovamente calate, hanno mostrato che i timori di mercato sullo stato di salute del settore finanziario e l'incertezza circa la velocità della ripresa permangono.

Verso la fine di novembre e a seguito dell'annuncio da parte di una holding pubblica di Dubai dell'intenzione di chiedere ai creditori una proroga di sei mesi sul suo debito, i corsi azionari sono calati. Anziché riflettere l'esposizione dell'area dell'euro e degli Stati Uniti a una potenziale inadempienza di tale debito, gli operatori di mercato hanno apparentemente condiviso l'opinione secondo cui tali andamenti riflettono la fragilità dell'attuale contesto economico, nonché l'attività di realizzo dei profitti.

La volatilità dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni (cfr. figura 26), ha continuato a diminuire tra la fine di agosto e la metà di ottobre, raggiungendo valori in linea con la media storica dal 1999. Tuttavia, gli andamenti dei mercati azionari sono stati ancora influenzati dall'incertezza relativa al probabile ritmo della ripresa e in particolare dallo stato di salute del settore bancario, le cui stime di perdite per il prossimo anno sono elevate, secondo un annuncio rilasciato dalla Commissione europea a inizio novembre.

Tavola 3 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni percentuali dei prezzi)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato											
<i>(dati di fine periodo)</i>	100,0	8,5	6,1	11,9	7,6	27,7	4,0	12,3	4,2	8,1	9,7
Variazioni dei prezzi											
<i>(dati di fine periodo)</i>											
2008 3° trimestre	-12,1	-25,0	-5,9	0,1	-22,9	-11,1	-6,3	-17,4	-9,9	-1,3	-14,6
4° trimestre	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 1° trimestre	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2° trimestre	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
3° trimestre	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
ottobre 2009	-4,6	-2,9	-5,7	0,6	-1,4	-6,8	-2,6	-5,7	-10,7	-0,9	-7,4
novembre 2009	1,5	8,6	3,3	0,5	0,4	-0,9	2,6	3,3	2,1	1,1	0,5
31 agosto 2009 - 2 dicembre 2009	3,9	15,4	4,4	8,8	5,1	-0,5	9,6	6,8	-5,5	7,7	-2,5

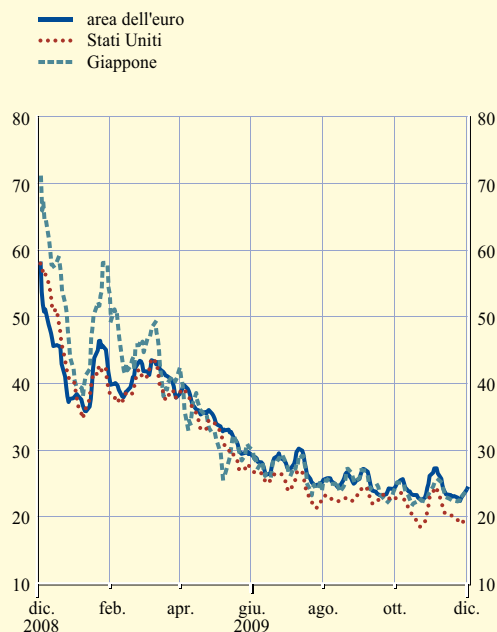
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

L'evoluzione dei corsi azionari negli ultimi tre mesi ha evidenziato differenze tra i settori sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Fino a metà ottobre, il clima di fiducia dei mercati azionari è rimasto positivo e si sono registrati forti guadagni in tutti i settori nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Da metà ottobre, tuttavia, il clima positivo è cambiato, con da un lato flessioni dei corsi dei titoli finanziari che hanno annullato i precedenti guadagni e dall'altro lievi guadagni per i titoli non finanziari negli Stati Uniti e un lieve calo degli stessi nell'area dell'euro. Gli andamenti positivi delle quotazioni dei titoli non finanziari registrati negli ultimi tre mesi non sono tuttavia stati uguali in tutti i comparti. In particolare, nei comparti della tecnologia e dei servizi di pubblica utilità le quotazioni sono calate più che nel settore finanziario (cfr. tavola 3).

Tuttavia, quanto agli utili effettivi delle società quotate nell'indice Standard & Poor's 500, seppur ancora negativi, essi sono migliorati leggermente in tutti i settori. Nell'area dell'euro gli utili effettivi sono rimasti invariati e altresì negativi. Le recenti notizie macroeconomiche positive si sono rispecchiate negli andamenti delle aspettative sugli utili durante gli ultimi tre mesi (cfr. figura 27). Vi è stata una revisione al rialzo delle attese sugli utili a breve termine negli Stati Uniti a fronte delle migliori prospettive sugli utili dei settori sia non finanziari che finanziari. Le aspettative sugli utili a breve termine per l'area dell'euro sono anch'esse migliorate negli ultimi tre mesi. Tuttavia, le aspettative sugli utili a più lungo termine per le società dell'area dell'euro sono rimaste invariate rispetto all'inizio del terzo trimestre dell'anno.

Figura 26 Volatilità implicita dei mercati azionari

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

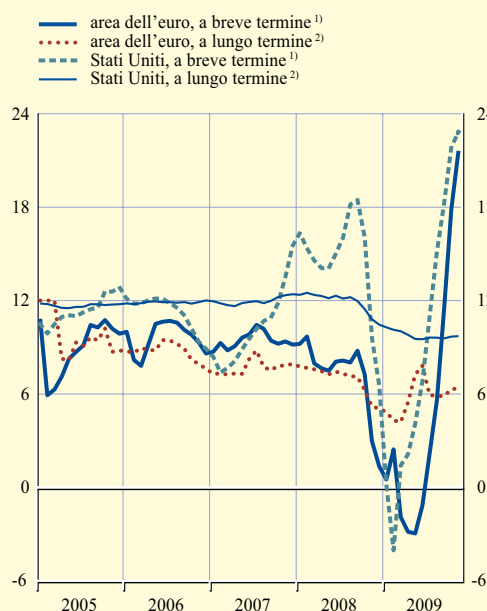


Fonte: Bloomberg.

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.

Figura 27 Crescita attesa degli utili societari per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Note: crescita attesa degli utili di società incluse, per l'area dell'euro, nell'indice Dow Jones Euro Stoxx e, per gli Stati Uniti, nell'indice Standard & Poor's 500.

1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).

2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Nel terzo trimestre del 2009 il costo medio in termini reali del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è significativamente diminuito, proseguendo la tendenza calante iniziata nel quarto trimestre del 2008. La più recente riduzione è ascrivibile prevalentemente al forte calo del costo del finanziamento di mercato e, in misura minore, al più basso livello dei tassi applicati dalle banche ai prestiti. In tale contesto, le emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie hanno continuato ad aumentare, mentre la quota del finanziamento bancario si è ulteriormente contratta.

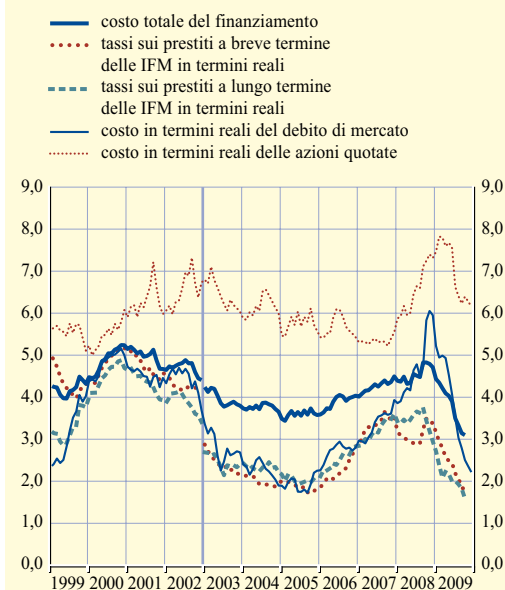
CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel terzo trimestre del 2009 il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore¹⁾, è sceso al 3,1 per cento, con un calo di 75 punti base rispetto al secondo trimestre (cfr. figura 28). Nel periodo sono diminuiti in termini reali sia i tassi sui prestiti sia i costi del finanziamento tramite obbligazioni. Le riduzioni dei tassi di interesse bancari in atto riflettono principalmente la graduale trasmissione delle modifiche dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla clientela al dettaglio da parte delle banche nell'area dell'euro. I tassi di interesse reali a breve termine delle IFM sono calati di 57 punti base, quelli a lungo termine di 19 punti base. Nel contempo, il costo reale del capitale di rischio e del debito contratto sul mercato è sceso di circa 130 punti base, per effetto di un miglioramento del clima di fiducia degli investitori dovuto alla pubblicazione di notizie economiche positive. In una prospettiva di più lungo periodo, il livello del costo reale complessivo per le società non finanziarie dell'area dell'euro ha raggiunto il valore più basso dal 1999.

La tavola 4 mostra le variazioni dei tassi di interesse bancari al dettaglio e dei tassi del mercato monetario a tre mesi (Euribor), nonché quelle dei rendimenti dei titoli del Tesoro a due e a sette anni. In circostanze normali gli andamenti del costo del finanziamento a breve termine delle banche sono influenzati principalmente dai movimenti dei tassi del mercato monetario a breve termine (Euribor), mentre i tassi sui prestiti bancari a più lungo termine rispecchiano in genere l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato. Poiché i tassi di mercato risentono delle variazioni dei tassi di riferimento della BCE, è importante che le decisioni di politica monetaria siano trasmesse anche

Figura 28 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

1) Per una descrizione dettagliata della misurazione del costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base)

							Variazione in punti base fino a ottobre 2009 ¹⁾		
	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 set.	2009 ott.	2008 lug.	2009 lug.	2009 set.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,91	6,24	5,08	4,55	4,25	4,19	-255	-15	-6
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	6,34	5,38	4,03	3,64	3,36	3,33	-293	-23	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,64	5,32	4,74	4,49	4,16	4,18	-135	-14	2
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,62	4,28	2,85	2,57	2,06	2,14	-330	-23	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,64	4,76	3,87	3,71	3,64	3,62	-193	-28	-2
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	5,03	3,26	1,63	1,22	0,77	0,74	-422	-24	-3
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,09	2,62	1,74	1,68	1,28	1,39	-322	-1	11
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,14	3,28	3,38	3,53	3,10	3,06	-155	-21	-4

Fonte: BCE.

1) Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

ai tassi di prestito applicati sia alle famiglie sia alle imprese. Come evidenziato dalla tavola, fra giugno e settembre del 2009 i tassi attivi applicati dalle banche ai nuovi prestiti con scadenze più brevi concessi alle società non finanziarie sono diminuiti di circa 30 e 50 punti base per i prestiti rispettivamente di piccola e grande dimensione. Nel contempo, i tassi a breve del mercato monetario sono scesi di 45 punti base, rispecchiando soprattutto la progressiva normalizzazione delle condizioni nei mercati interbancari. L'indagine sul credito bancario di ottobre ²⁾ ha confermato il lieve miglioramento dell'accesso delle banche alle fonti di finanziamento basate sul mercato, nonché della situazione di liquidità delle banche, due sviluppi che hanno contribuito all'allentamento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese.

I tassi sui prestiti bancari a lungo termine hanno segnato variazioni meno pronunciate rispetto a quelle dei corrispondenti rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, pur proseguendo il calo tendenziale in linea con il passato andamento della trasmissione della politica monetaria ³⁾. Mentre i tassi di interesse bancari sui prestiti a lungo termine di importo modesto sono diminuiti di oltre 30 punti base, quelli sui prestiti superiori a un milione di euro sono scesi in media di meno di 10 punti base.

In ottobre i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie hanno proseguito la loro tendenza calante, registrando in alcuni casi riduzioni maggiori di quelle dei corrispondenti tassi di mercato.

L'ampio decremento del costo reale del debito contratto sul mercato riflette inoltre il restringimento del differenziale sulle obbligazioni societarie (misurato come differenza fra i rendimenti sulle obbligazioni delle imprese e quelli dei titoli di Stato), che ha preso avvio agli inizi del 2009. Nel terzo trimestre del 2009 i differenziali sono diminuiti per tutte le categorie di *rating* e hanno con-

2) Per una descrizione dettagliata dei risultati dell'indagine di ottobre del 2009 sul credito bancario, cfr. il relativo riquadro nel numero del novembre 2009 di questo Bollettino.

3) Cfr. l'articolo *La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino.

tinuato a scendere anche in ottobre e novembre, portandosi su livelli analoghi o inferiori a quelli osservati in agosto del 2008 (ossia poco prima dell'ampliamento generalizzato dei differenziali sulle obbligazioni societarie dovuto all'intensificarsi della crisi). I cali complessivi in questo periodo sono stati più pronunciati per le obbligazioni con basso merito di credito e, in particolare, per le obbligazioni di qualità inferiore (*speculative grade*). Ad esempio, fra agosto 2008 e novembre 2009, le obbligazioni dell'area dell'euro ad elevato rendimento e quelle con *rating* BBB si collocano su valori più bassi di circa 70 punti base, mentre quelle AA sono tornate su livelli simili a quelli di agosto 2008 (cfr. figura 29). È possibile che questi ultimi cali abbiano risentito di fattori quali la riduzione del rischio percepito e dell'avversione al rischio nei mercati.

FLUSSI FINANZIARI

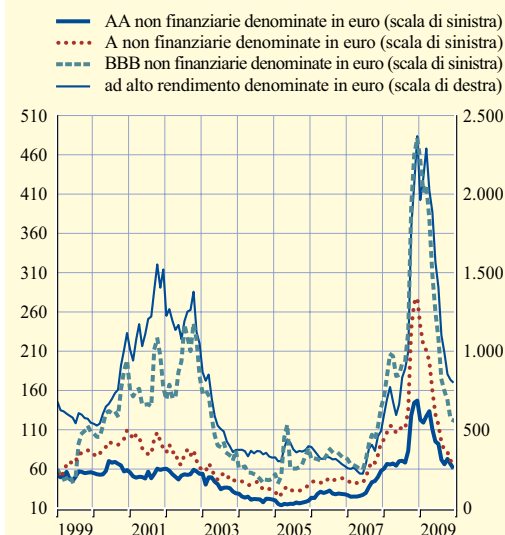
La maggior parte degli indicatori della redditività delle imprese dell'area dell'euro segnala una netta contrazione nel terzo trimestre. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro è diminuito ulteriormente, dal -27,3 per cento in giugno al -34,8 per cento in novembre (cfr. figura 30). In prospettiva, in base alle aspettative di mercato attuali riguardo ai profitti futuri si dovrebbe assistere a un certo miglioramento, sebbene gli analisti ritengano come generalmente probabile che la crescita degli utili per azione rimanga negativa fino alla metà del 2010.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del finanziamento esterno delle società non finanziarie (che ricomprende i prestiti delle IFM, i titoli di debito e le azioni quotate) è diminuito in termini reali allo 0,7 per cento nel terzo trimestre, dall'1,7 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 31). La flessione è riconducibile principalmente alla significativa riduzione del contributo dei prestiti delle IFM, sceso in prossimità dello zero, dallo 0,9 per cento del secondo trimestre, mentre i contributi del finanziamento tramite titoli di debito e tramite l'emissione di azioni quotate sono diminuiti in misura soltanto lieve, di 0,5 e 0,2 punti percentuali rispettivamente.

La figura 32 illustra le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro che figurano nei conti dell'area stessa, per i quali sono disponibili dati fino al secondo trimestre del 2009. Per la prima volta da metà 2004 il fabbisogno finanziario – principalmente la differenza fra gli esborsi delle imprese per investimenti reali e finanziari e i fondi generati internamente – è diminuito, scendendo al 5,5 per cento del valore aggiunto totale del settore non finanziario. Come emerge dalla figura, la maggior parte dei fondi disponibili, sia interni che esterni, è stata utilizzata per finanziamenti reali (investimenti fissi lordi), e solo in misura minore per investimenti finanziari. Le acquisizioni nette di attività finanziarie, comprese le azioni, sono diminuite nel secondo trimestre, in quanto le società non finanziarie hanno nuovamente ridotto gli acquisti netti di azioni quotate.

Figura 29 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

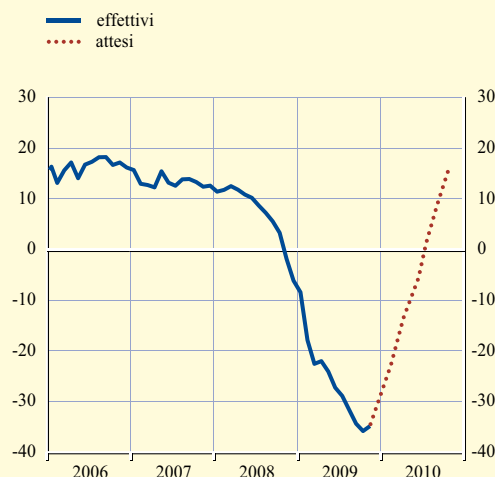
(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato con *rating* AAA.

Figura 30 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro

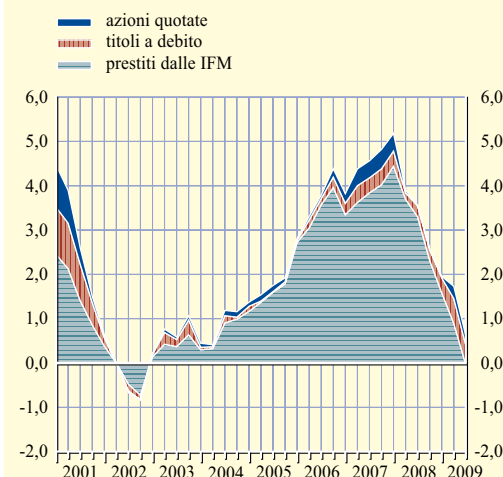
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Figura 31 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



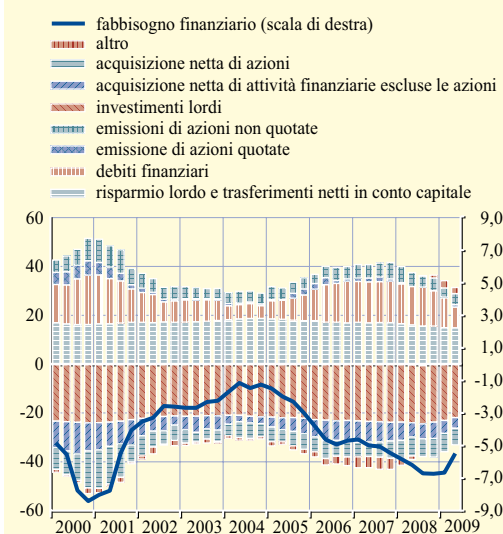
Fonte: BCE.

1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

La crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie è divenuta negativa, scendendo al -0,1 per cento alla fine del terzo trimestre e segnando la prima contrazione sul periodo corrispondente da quando sono iniziate le rilevazioni nel 1999 (cfr. tavola 5). In ottobre il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è diminuito ulteriormente al -1,2 per cento. Il suo protratto calo è sostanzialmente in linea con le regolarità congiunturali, considerate le pregresse contrazioni della spesa in beni capitali e la persistente incertezza circa le prospettive economiche. Sebbene la riduzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente abbia nuovamente riguardato l'insieme delle scadenze, essa è stata particolarmente pronunciata nel caso dei prestiti a più breve termine. Ad esempio, in ottobre del 2009 i tassi di variazione dei prestiti con scadenza fino a un anno, con scadenza da uno a cinque anni e con scadenza superiore a cinque anni risultavano pari rispettivamente al -11,6, 0,9 e 3,8 per cento. La diversità degli andamenti potrebbe indicare che le imprese stanno sostituendo in qualche misura i prestiti a breve con prestiti a più lungo termine.

Figura 32 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.

Note: i debiti finanziari comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi compensati e arrotondamenti. I prestiti intersocietari sono compensati. Il fabbisogno finanziario è pari all'indebitamento o accreditamento netto, sostanzialmente equivalente alla differenza tra risparmio lordo e gli investimenti lordi.

Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.
Prestiti delle IFM	12,1	9,5	6,2	2,7	-0,2
fino a un anno	9,8	6,8	-0,5	-5,8	-10,2
da uno a cinque anni	17,5	14,0	11,0	7,2	2,3
oltre cinque anni	11,4	9,4	8,1	5,9	4,5
Emissioni di obbligazioni	7,4	3,4	6,0	7,3	9,0
a breve termine	22,3	9,4	14,3	17,1	-10,7
a lungo termine, di cui: ¹⁾	4,8	2,2	4,5	5,5	13,0
a tasso fisso	3,5	2,6	5,2	6,8	17,6
a tasso variabile	12,6	2,6	4,6	2,1	-0,7
Emissioni di azioni quotate	1,0	0,1	0,0	-0,1	0,4
Per memoria ²⁾					
Finanziamento totale	4,0	3,7	3,2	2,7	-
Prestiti a società non finanziarie	9,8	8,5	6,7	3,9	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	0,7	0,5	0,5	0,6	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Include le riserve dei fondi pensione.

Benché, come evidenziato dall'indagine sul credito bancario di ottobre del 2009, la diminuzione del grado di inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti e delle linee di credito alle imprese sia di nuovo considerevolmente calata nel terzo trimestre del 2009, provocando una battuta d'arresto dell'inasprimento netto, le evidenze empiriche mostrano che le variazioni dei criteri di fido influenzano le dinamiche di crescita dei prestiti con uno sfasamento temporale di tre-quattro trimestri. Vi sono inoltre indicazioni empiriche del fatto che tipicamente l'evoluzione dei prestiti alle società non finanziarie segue con notevole ritardo quello del ciclo congiunturale. Di conseguenza, è probabile che l'indebitamento delle imprese rimanga contenuto per qualche tempo anche dopo il volgere del ciclo economico, specie in un contesto caratterizzato da un grado ancora elevato di incertezza.

Stando ai risultati dell'indagine sul credito bancario, fattori dal lato della domanda, come il calo degli investimenti fissi e dell'attività di fusione e acquisizione, avrebbero avuto un impatto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie (cfr. figura 33). Anche le recenti statistiche prodotte dalla BCE sui prestiti alle società non finanziarie disaggregati per branca di attività indicano che durante il periodo di turbolenza il rallentamento dei prestiti alle imprese è stato determinato principalmente da fattori dal lato della domanda (cfr. riquadro 5).

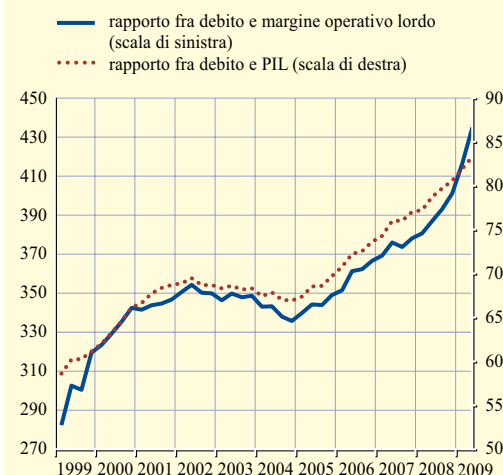
Non appena i flussi del credito alle società non finanziarie hanno cominciato a ridursi nella seconda metà del 2008, le imprese hanno accresciuto il ricorso alle fonti di finanziamento di mercato. I dati recenti sulle emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie segnalano un ulteriore incremento del relativo tasso di crescita sul periodo corrispondente, passato nel terzo trimestre del 2009 al 9,0 per cento, contro il 7,2 del secondo trimestre. Due sono i fattori che sembrano aver contribuito a creare un incentivo all'aumento delle emissioni debitorie delle società finanziarie. In primo luogo, l'evoluzione più favorevole registrata dal costo complessivo del finanziamento tramite titoli

di debito emessi sul mercato rispetto a quella dei costi di ottenimento dei prestiti bancari a partire da fine 2008 ha reso più conveniente tale tipologia di finanziamento. In secondo luogo, le società non finanziarie (specie quelle di grandi dimensioni) sembrano aver privilegiato il ricorso al mercato rispetto a quello al finanziamento bancario in considerazione dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito. Così come per i prestiti bancari, le emissioni di titoli di debito sono state notevolmente maggiori sulle scadenze più lunghe, raggiungendo un tasso di crescita sul periodo corrispondente pari al 23,1 per cento alla fine del secondo trimestre. I dati più tempestivi provenienti da fornitori commerciali segnalano che le emissioni sono rimaste su livelli elevati anche in ottobre e novembre, in particolare quelle di obbligazioni con *rating* inferiore e quelle delle società dei settori più sensibili al ciclo economico.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è aumentato allo 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, sospinto dal buon andamento dei mercati azionari.

Figura 34 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

(valori percentuali)

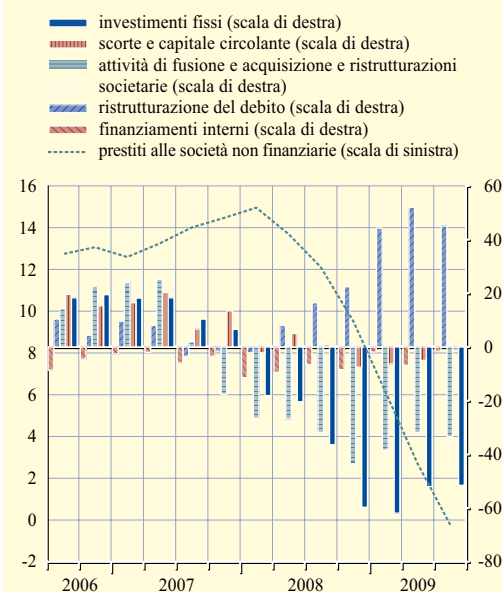


Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. Dati fino al secondo trimestre del 2009.

Figura 33 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

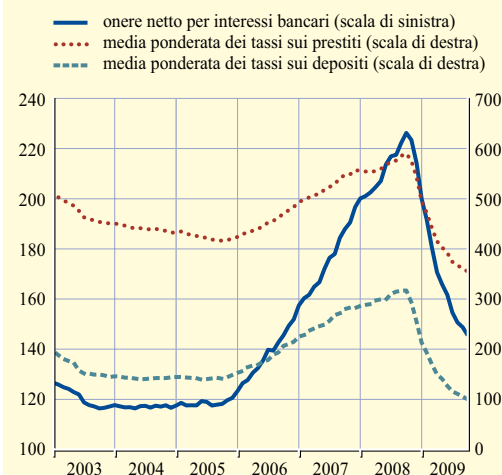


Fonte: BCE.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione; cfr. anche l'indagine sul credito bancario di ottobre 2009.

Figura 35 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie

(punti base)



Fonte: BCE.

Nota: l'onere netto per interessi bancari è definito come la differenza fra la media ponderata dei tassi sui prestiti bancari e quella sui depositi applicati alle società non finanziarie, con la ponderazione basata sulle consistenze.

POSIZIONE FINANZIARIA

I moderati flussi del finanziamento esterno, contestualmente al crollo delle fonti di finanziamento interne, hanno determinato ulteriori aumenti degli indici di indebitamento delle società non finanziarie, espressi in termini di rapporto fra debito e PIL e fra debito e margine operativo lordo, che nel secondo trimestre del 2009 hanno raggiunto i massimi storici (cfr. figura 34). Di riflesso ai cali significativi dei prestiti bancari e dei tassi di interesse di mercato, gli oneri finanziari delle società non finanziarie hanno continuato a diminuire, portandosi sui livelli di fine 2006 (cfr. figura 35). Nel complesso, l'alto livello dell'indebitamento e i corrispondenti oneri sono sintomatici della necessità di operare una qualche ristrutturazione dei bilanci del settore delle società non finanziarie nei mesi a venire, la quale potrebbe esercitare un influsso negativo sulla ripresa economica. L'elevato grado di indebitamento del settore potrebbe altresì essere all'origine del crescente numero di insolvenze societarie effettive e attese.

Riquadro 5

PRESTITI DELLE IFM ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE: ANDAMENTI PER SETTORE

Quale parte delle sue statistiche monetarie, la BCE pubblica regolarmente gli aggregati mensili per i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) alle società non finanziarie (SNF). Nel 2009, per la prima volta, essa ha compilato stime trimestrali per l'area dell'euro con una scomposizione dei prestiti delle IFM alle SNF per settore di attività secondo la classificazione NACE ^{1), 2)}. Questa nuova serie di statistiche aiuta a comprendere meglio gli andamenti dei prestiti alle società nell'area dell'euro e a valutare le loro implicazioni di politica monetaria. In particolare, tali dati più dettagliati possono fornire un quadro della dinamica del credito nei singoli settori.

I prestiti alle SNF sono scomposti in dieci gruppi settoriali principali come mostrato nella figura A. Nell'interpretazione di questi dati occorre una certa cautela: sebbene le statistiche BCE sui prestiti aggregati delle IFM alle SNF siano armonizzate per l'area dell'euro, la scomposizione per settore è basata su dati disponibili a livello nazionale (p. es. centrali dei rischi o inchieste) che non sono interamente armonizzati e sono in parte stime. Sia la copertura dei dati che il loro livello di dettaglio possono differire fra i paesi.

Inoltre, le SNF escludono per definizione le imprese senza personalità giuridica, come piccoli dettaglianti o medici. In aggiunta, i prestiti possono essere contratti da unità istituzionali che comprendono spesso diverse unità di produzione operanti in varie attività NACE. Di conseguenza, le nuove scomposizioni dei prestiti non possono essere direttamente raffrontate alle altre statistiche che sono effettivamente basate sulla classificazione NACE, quali quelle relative al valore aggiunto o all'occupazione per settore di attività economica.

La figura A mostra che nel 2007 ³⁾ i prestiti a imprese collegate ad attività immobiliari (affitto di proprietà commerciali e simili) costituivano la quota più elevata del credito delle IFM alle

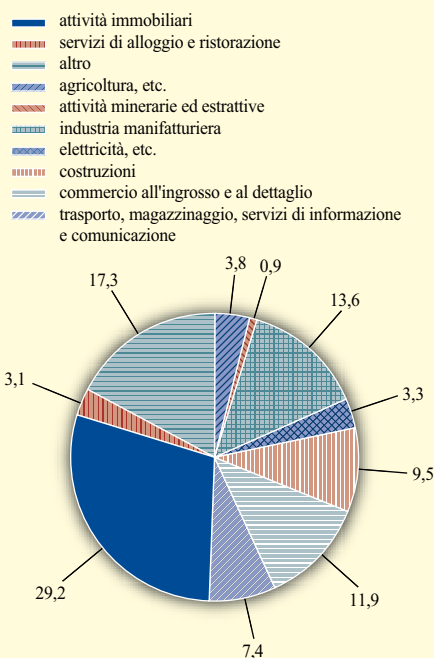
1) NACE (Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne) Rev. 2 è la classificazione statistica delle attività economiche nella Comunità europea. Tale standard è adottato da tutti gli Stati membri per varie statistiche. Per maggiori informazioni, cfr. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/nace_rev2/introduction.

2) I dati si riferiscono agli ammontari in essere di fine periodo e sono disponibili a partire dal primo trimestre del 2003.

3) Questo è l'ultimo anno per il quale è disponibile una scomposizione dettagliata del valore aggiunto lordo per attività economica. I dati sui prestiti fino a metà 2009 indicano quote analoghe per settore a quelle del 2007.

Figura A Prestiti delle IFM alle società non finanziarie: scomposizione pro quota per alcuni sottosettori industriali

(quote percentuali)

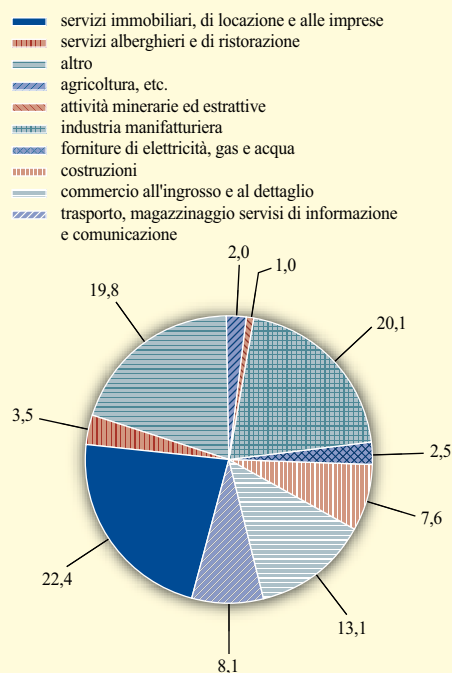


Fonte: BCE.

Note: consistenze in essere per il quarto trimestre 2007. Scomposizione in base ai sottosettori industriali della NACE Rev. 2. "Agricoltura, etc." comprende la silvicoltura e la pesca. "Elettricità, etc." comprende i servizi di fornitura di gas, vapore e condizionamento d'aria, nonché la fornitura d'acqua e i servizi di gestione della rete fognaria, dei rifiuti e delle attività di bonifica. "Commercio all'ingrosso e al dettaglio" comprende i servizi di riparazione di veicoli a motore e motocicli; "Attività immobiliari, etc." comprende le attività tecniche, scientifiche e professionali nonché quelle connesse ai servizi amministrativi e di supporto; "altro" si riferisce a i rimanenti settori di attività esclusi quelli finanziario e assicurativo nonché il settore pubblico e della difesa.

Figura B Scomposizione pro quota del valore aggiunto lordo in alcuni sottosettori industriali

(quote percentuali)



Fonte: Eurostat.

Note: a prezzi correnti del 2007. Scomposizione in base ai sottosettori industriali della NACE Rev. 1.1. La voce "Servizi immobiliari, di locazione e alle imprese" è corretta per gli affitti imputati su chi vive in case di proprietà (dato disponibile per un ristretto numero di paesi). "Agricoltura, etc." comprende la silvicoltura e la pesca; "Commercio all'ingrosso e al dettaglio" comprende i servizi di riparazione di veicoli a motore e motocicli nonché dei beni personali e delle famiglie; "altro" si riferisce a i rimanenti settori di attività esclusi quelli finanziario e assicurativo nonché il settore pubblico e della difesa.

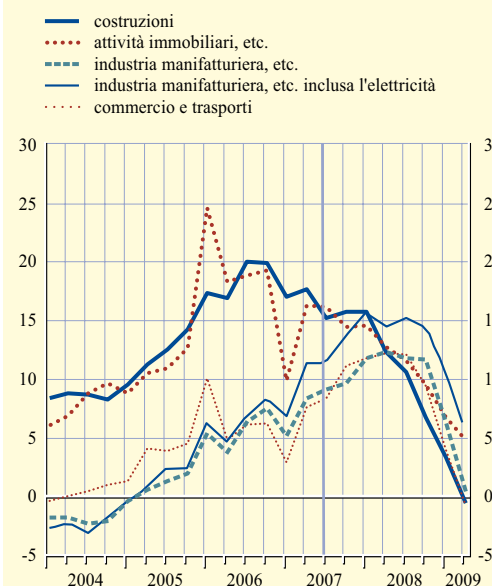
SNF, seguiti da quelli relativi ad attività manifatturiere, commercio, costruzioni, trasporto e informazione. Una porzione significativa di tale credito è altresì allocata ad "altri settori"⁴⁾. Per quanto riguarda le quote settoriali del valore aggiunto lordo, le attività immobiliari e quelle a esse connesse, così come le costruzioni hanno un peso minore rispetto alle loro quote nel credito complessivo alle SNF, mentre le attività manifatturiere, ad esempio, hanno un peso relativamente più elevato (cfr. figura B).

Dall'inizio della crisi finanziaria si è potuta osservare una riduzione complessiva dei tassi di crescita annui del credito delle IFM alle SNF per tutti i settori, in particolare dopo l'intensificarsi della crisi negli ultimi mesi del 2008 (cfr. figura C). Sebbene i tassi di crescita annui del credito alle SNF siano stati sostenuti fino alla seconda metà del 2008 per le attività manifatturiere, così come per il commercio e il trasporto, essi stavano già scendendo nella prima metà del 2008 per

4) Questa categoria include tutte le restanti attività fatta eccezione per le attività finanziarie e assicurative così come l'amministrazione pubblica e difesa, dato che le imprese di queste branche non appartengono generalmente al settore non finanziario.

Figura C Crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie in alcuni sotto settori industriali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

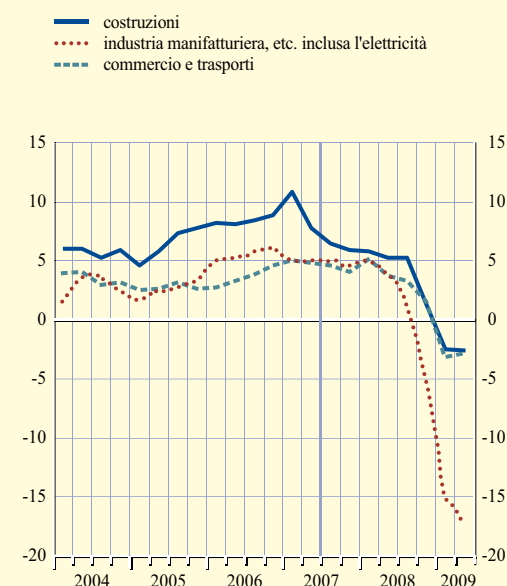


Fonte: BCE.

Note: scomposizione in base ai sotto settori industriali della NACE Rev. 2. "Attività immobiliari, etc." comprende le attività tecniche, scientifiche e professionali nonché quelle connesse ai servizi amministrativi e di supporto; "industria manifatturiera, etc." comprende le attività minerarie ed estrattive; "industria manifatturiera etc., inclusa l'elettricità" include anche i servizi di fornitura di gas, vapore e condizionamento d'aria, nonché la fornitura d'acqua e i servizi di gestione della rete fognaria, dei rifiuti e delle attività di bonifica. "Commercio e trasporti" comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i servizi di riparazione di veicoli a motore e motocicli, nonché i servizi di trasporto, magazzinaggio, di informazione e comunicazione. La linea verticale blu sta a indicare l'inizio del periodo di turbolenza finanziaria.

Figura D Crescita del valore aggiunto in alcuni sotto settori industriali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Note: Scomposizione in base ai sotto settori industriali della NACE Rev. 1.1. A prezzi correnti. "industria manifatturiera etc., inclusa l'elettricità" include i servizi di fornitura di gas, vapore e condizionamento d'aria, nonché la fornitura d'acqua e i servizi di gestione della rete fognaria, dei rifiuti e delle attività di bonifica. "Commercio e trasporti" comprende il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i servizi di riparazione di veicoli a motore e motocicli, nonché i servizi di trasporto, magazzinaggio, di informazione e comunicazione. La linea verticale blu sta a indicare l'inizio del periodo di turbolenza finanziaria.

il settore immobiliare e per le costruzioni. La loro flessione complessiva ha rispecchiato una diminuzione persino più ingente del tasso di crescita annuo del valore aggiunto nei rispettivi settori (cfr. figura D). Ciò indica che il rallentamento dei prestiti alle società durante il periodo di turbolenze è principalmente riconducibile alla domanda⁵⁾.

Vanno menzionati alcuni aspetti salienti del periodo che ha preceduto la crisi. In particolare per i settori connessi all'edilizia (servizi immobiliari e costruzioni), i massimi nei tassi di crescita del credito osservati nel 2006 hanno rispecchiato il boom immobiliare in determinati paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, lo scoppio della bolla immobiliare in questi paesi non trova solo riflesso nel modesto credito ipotecario alle famiglie, ma ha anche contribuito a un significativo rallentamento dei prestiti alle società immobiliari. Ciò nonostante, sebbene diversi settori, quali attività manifatturiere, commercio, trasporto e informazione e costruzioni abbiano registrato riduzioni nei volumi del credito nella prima metà del 2009, i tassi di crescita annui dei prestiti alle SNF nel settore immobiliare sono rimasti comunque positivi.

5) Per un'analisi più dettagliata cfr. il riquadro *L'andamento della recessione in corso nell'area dell'euro e nei suoi due principali settori: un confronto con il passato* nel numero di aprile 2009 del presente Bollettino.

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Nel terzo trimestre le condizioni di finanziamento fronteggiate alle famiglie hanno continuato a migliorare, grazie alle ulteriori diminuzioni dei tassi sui prestiti bancari e da un più moderato irrigidimento dei criteri per la concessione dei fidi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'indebitamento delle famiglie si è stabilizzato per effetto del recupero segnato nel trimestre dalle dinamiche di breve periodo, che hanno beneficiato di flussi mensili di prestiti per l'acquisto di abitazioni consistentemente positivi. Il livello di indebitamento delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile, mentre l'onere per interessi si è ridotto ulteriormente.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel terzo trimestre del 2009 la trasmissione delle riduzioni pregresse dei tassi di riferimento della BCE e i cali dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari hanno provocato un ulteriore decremento dei tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 36). Tale decremento è stato tuttavia minore di quello del trimestre precedente, e ha interessato soprattutto i prestiti a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno. I tassi su questi prestiti hanno raggiunto un nuovo minimo in settembre, collocandosi circa 300 punti base al di sotto del picco osservato nell'ottobre del 2008. La struttura per scadenze dei tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a caratterizzarsi per un consistente differenziale positivo fra i tassi sui prestiti con periodi di determinazione iniziali lunghi (superiori ai cinque anni) e brevi (fino a un anno), che ha fatto nuovamente crescere la quota di nuovi prestiti con un periodo più breve di determinazione iniziale del tasso.

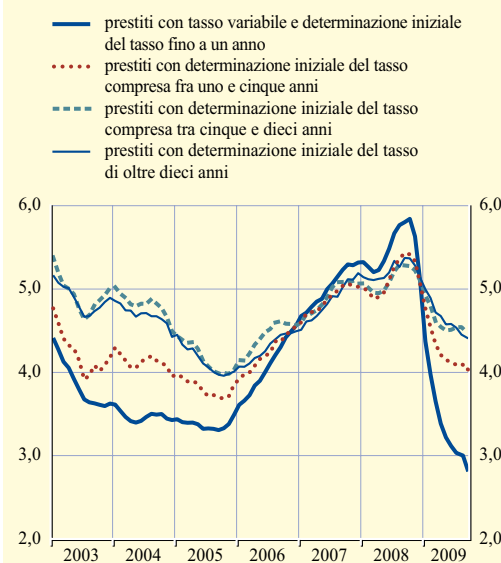
Nel terzo trimestre hanno seguito a diminuire i tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti al consumo con periodo di determinazione del tasso più lungo (oltre i cinque anni). Per contro, i tassi a breve termine (sui prestiti a tasso variabile e con periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) hanno smesso di calare, registrando in media un aumento. I tassi sui prestiti con periodo di determinazione del tasso superiore ai cinque anni sono anch'essi cresciuti, pur rimanendo inferiori a quelli sui prestiti con un periodo iniziale di determinazione diverso.

I differenziali fra i tassi sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni e i tassi di mercato corrispondenti sono aumentati marginalmente nell'arco del trimestre, sia per le scadenze brevi sia per quelle lunghe. Nel caso del credito al consumo, i differenziali fra i tassi a breve termine sono sensibilmente aumentati, mentre quelli per le scadenze lunghe sono cresciuti marginalmente.

I risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario indicano che la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito è ulteriormente diminuita nel terzo trimestre, per quanto riguarda sia i mutui per l'acquisto di abitazioni sia il credito

Figura 36 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

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



Fonte: BCE.

al consumo e altre tipologie di prestiti. I principali fattori che hanno concorso a tale flessione sono stati ancora una volta le attese relative all'attività economica in generale, le prospettive per il mercato degli immobili residenziali e una valutazione meno negativa del rischio insito nelle garanzie richieste. Per quanto concerne i mutui per l'acquisto di abitazioni, il minore inasprimento dei criteri di fido è stato attuato mediante una riduzione dei margini (per i prestiti sia mediamente rischiosi sia più rischiosi) e un minore irrigidimento dei termini e delle condizioni diverse dal prezzo. Una riduzione dei margini ha interessato anche il credito al consumo e altre tipologie di prestito, anche se in misura minore nel caso dei prestiti più rischiosi. Infine, secondo la valutazione delle banche, la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente cresciuta nel terzo trimestre, dopo essere divenuta positiva nel periodo precedente, mentre quella di credito al consumo e altre tipologie di prestiti è ulteriormente diminuita, anche se in misura molto minore.

FLUSSI FINANZIARI

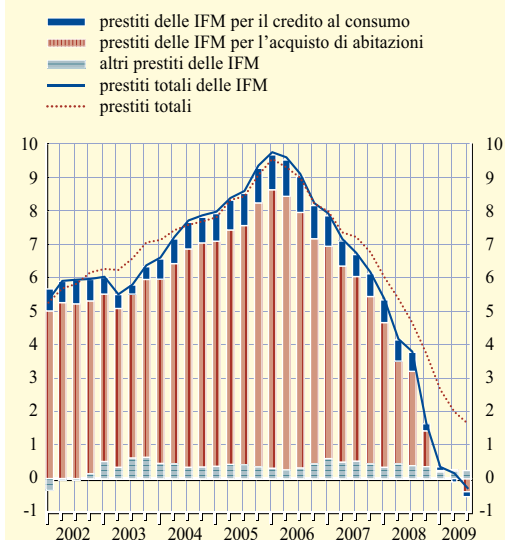
Nel secondo trimestre del 2009 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti integrati dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è ulteriormente diminuito, al 2,0 per cento, dal 2,7 per cento del trimestre precedente. Il tasso di variazione dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM è rimasto sostenuto al 13,9 per cento, nonostante sia in diminuzione. In larga misura, tuttavia, l'andamento non riflette nuovi prestiti concessi da tali istituzioni, quanto l'impatto dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto* (in cui i prestiti sono stralciati e quindi rimossi dai bilanci delle IFM per essere poi iscritti come prestiti erogati da AIF), che è stata particolarmente vigorosa nel quarto trimestre del 2008 e continua a influire sul tasso di crescita sul periodo corrispondente. I dati sui prestiti delle IFM e sull'attività di cartolarizzazione segnalano per il terzo trimestre del 2009 una nuova flessione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie (cfr. figura 37), sebbene i flussi mensili siano risultati cospicui alla fine del terzo trimestre.

In ottobre il tasso di crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie è stato pari al -0,1 per cento, invariato rispetto alla media del terzo trimestre. Nel contempo, la dinamica di breve periodo misurata dal tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno è notevolmente migliorata nel terzo trimestre, portandosi al 2,6 per cento in ottobre. Tale andamento riflette i flussi mensili positivi registrati a partire dal maggio del 2009 per i prestiti alle famiglie, a conferma dell'interpretazione che la precedente tendenza al ribasso stia giungendo a termine.

I flussi positivi recenti dei prestiti delle IFM e la stabilizzazione del tasso di crescita sul periodo corrispondente appaiono in linea con le passate regolarità, in base alle quali l'indebitamento delle famiglie tende a riprendersi rapidamente nelle fluttuazioni del ciclo economico. Nel con-

Figura 37 Prestiti totali concessi alle famiglie

(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)



Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il terzo trimestre 2009, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

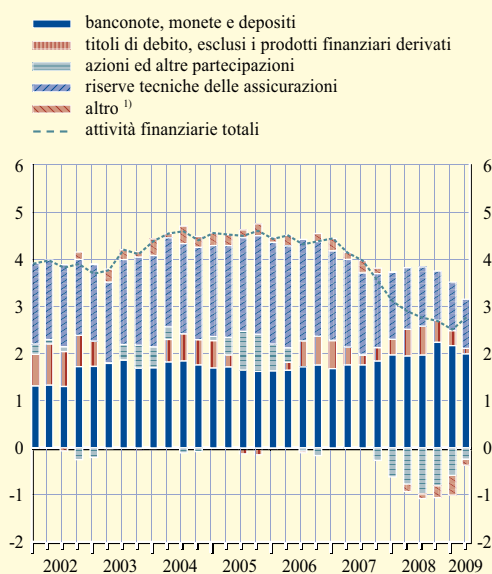
tempo, tale ripresa potrebbe restare per il momento modesta, dal momento che i mercati delle abitazioni e l'attività economica sono ancora caratterizzati da una notevole incertezza e il livello dell'indebitamento delle famiglie è rimasto elevato rispetto ai cicli precedenti.

All'interno dei prestiti delle IFM alle famiglie, quelli per l'acquisto di abitazioni hanno registrato un aumento del rispettivo tasso di crescita sul periodo corrispondente, passato al -0,2 per cento in ottobre, dal -0,6 per cento di settembre (e da una media del -0,3 per cento per il terzo trimestre), per effetto del maggiore afflusso mensile registrato da quando le turbolenze finanziarie si sono intensificate nel settembre del 2008. Il credito al consumo ha continuato a contrarsi, con un calo del tasso di crescita al -1,3 per cento in ottobre, rispetto al -1,0 per cento del terzo trimestre, mentre il tasso di crescita dei prestiti di altro tipo è salito leggermente, portandosi all'1,6 per cento, dall'1,4 per cento del terzo trimestre.

Quanto alle attività del settore delle famiglie dell'area dell'euro riportate nella contabilità dell'area, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è passato al 2,8 per cento nel secondo trimestre del 2009 (in rialzo dal 2,5 per cento del periodo precedente), segnando il primo aumento dagli inizi del 2007 (cfr. figura 38). Gli investimenti delle famiglie in depositi hanno continuato a offrire il contributo positivo più importante, che è risultato tuttavia leggermente in calo dal momento che l'accumulo di depositi a più breve scadenza da parte delle famiglie è rallentato di fronte alla forte pendenza della curva dei rendimenti. Al riguardo, l'aumento osservato nel secondo trimestre nel tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti totali è risultato principalmente dal contributo meno negativo proveniente dalle azioni e dagli altri titoli

Figura 38 Investimenti finanziari delle famiglie

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

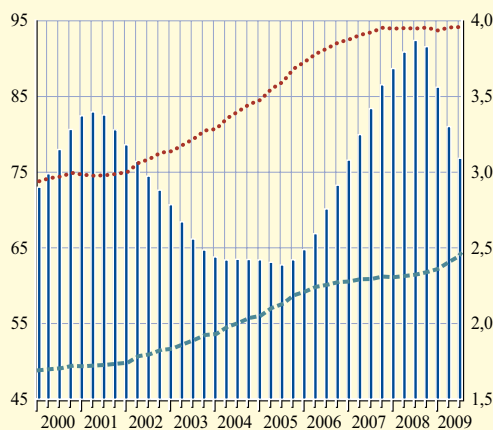


Fonti: BCE ed Eurostat.
1) Comprende prestiti e altri conti attivi.

Figura 39 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)

- oneri per pagamento di interessi in percentuale del reddito lordo disponibile (scala di destra)
- ... rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (scala di sinistra)
- - - rapporto fra debito delle famiglie e PIL (scala di sinistra)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

di capitale detenuti dalle famiglie, in un contesto di miglioramento dei mercati azionari e di calo dell'avversione al rischio.

POSIZIONE FINANZIARIA

L'andamento ulteriormente contenuto dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi trimestri ha comportato una stabilizzazione del loro debito. Il rapporto fra debito e reddito disponibile del settore si è approssimato al 94 per cento dalla fine del 2007, e in base alle stime dovrebbe essere rimasto intorno a tale livello nel terzo trimestre del 2009 (cfr. figura 39). Per contro, il rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL dovrebbe essere leggermente aumentato nel terzo trimestre, di riflesso al fatto che l'attività economica in generale presenta un andamento più marcatamente ciclico che il reddito delle famiglie. Allo stesso tempo, sempre in base alle stime, l'onere per interessi del settore è ulteriormente calato, collocandosi nel terzo trimestre al 3,1 per cento del reddito disponibile, in ribasso dal 3,3 per cento del trimestre precedente. Vista la stabilità del rapporto debito/reddito, tale andamento riflette principalmente l'impatto del calo dei tassi di prestito bancari, specie quelli applicati ai prestiti a tasso variabile.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in novembre l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe salita a 0,6 per cento, da -0,1 in ottobre. In linea con le precedenti aspettative, l'inflazione si è riportata su valori positivi dopo essere rimasta in territorio negativo per cinque mesi. L'incremento dell'inflazione complessiva nell'ultimo periodo ha rispecchiato prevalentemente effetti base al rialzo connessi alla flessione dei prezzi mondiali delle materie prime nella seconda metà del 2008. L'inflazione dovrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi, soprattutto a causa di tali effetti. In seguito, nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, ci si attende che si mantenga su livelli contenuti e che l'evoluzione complessiva dei prezzi, dei costi e dei salari rimanga moderata, in linea con una lenta ripresa della domanda all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. Secondo le proiezioni di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema il tasso di inflazione dovrebbe collocarsi allo 0,3 per cento nel 2009, fra lo 0,9 e l'1,7 nel 2010 e fra lo 0,8 e il 2,0 nel 2011. I rischi per le prospettive di inflazione permangono sostanzialmente bilanciati.

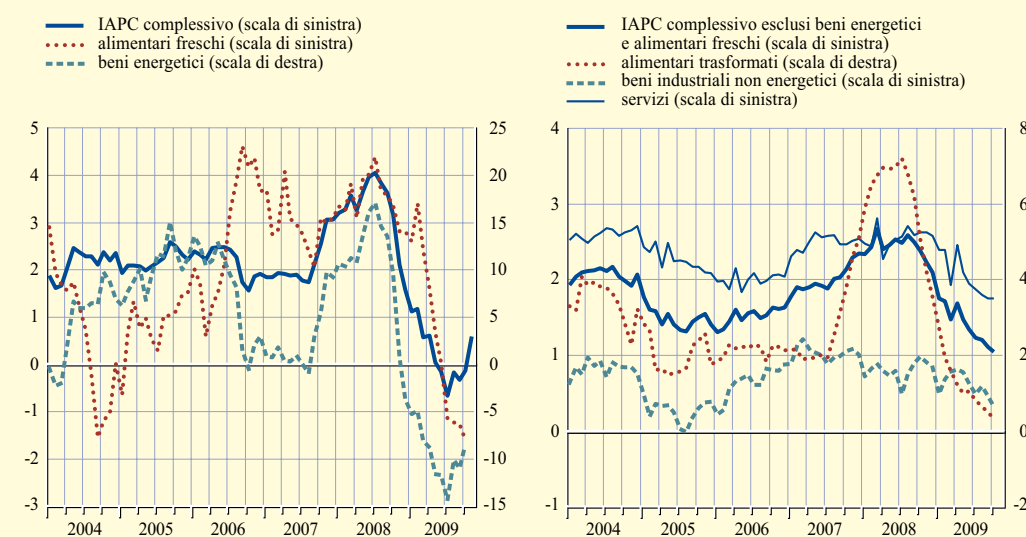
3.1 I PREZZI AL CONSUMO

In novembre il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC si sarebbe riportato su valori positivi, dopo essere rimasto negativo per cinque mesi, toccando il livello minimo di -0,7 per cento nel luglio 2009. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in novembre l'inflazione sarebbe salita a 0,6 per cento, da -0,1 in ottobre. Sebbene i dati disaggregati di tale stima non siano stati ancora diffusi, è emerso che il tasso di novembre, come nel mese precedente, ha risentito di un forte effetto base al rialzo della componente energetica, connesso al calo delle quotazioni mondiali del petrolio dell'anno precedente. Di fatto, i tassi negativi osservati da giugno a ottobre 2009 sono stati ampiamente anticipati e vanno ricondotti principalmente all'andamento della componente energetica (cfr. figura 40 e tavola 6).

A livello settoriale, la dinamica della componente energetica è aumentata da -14,4 per cento in luglio a -8,5 in ottobre, l'ultimo mese per cui sono disponibili dati disaggregati. Da agosto

Figura 40 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Tavola 6 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2009 giu.	2009 lug.	2009 ago.	2009 set.	2009 ott.	2009 nov.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	3,3	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,6
Beni energetici	2,6	10,3	-11,7	-14,4	-10,2	-11,0	-8,5	.
Alimentari non trasformati	3,0	3,5	0,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	.
Alimentari trasformati	2,8	6,1	1,1	0,8	0,6	0,5	0,3	.
Beni industriali non energetici	1,0	0,8	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	.
Servizi	2,5	2,6	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,7	6,1	-6,5	-8,4	-7,5	-7,7	-6,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,8	65,9	49,5	46,5	51,1	46,9	49,8	52,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	7,5	2,0	-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 novembre 2009 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

questa tendenza è stata determinata in ampia misura da effetti base al rialzo connessi al calo dei prezzi del greggio nella seconda metà del 2008. La volatilità dei prezzi dei beni energetici negli ultimi mesi è riconducibile all'interazione di tali effetti base con le attuali variazioni dei corsi petroliferi. L'inclinazione positiva della dinamica delle componenti energetiche dello IAPC dall'agosto 2009 è il risultato dell'accelerazione dei prezzi dei prodotti petroliferi (come benzina, gasolio e combustibili per riscaldamento) e del rallentamento di quelli dei prodotti non derivati dal petrolio (come elettricità e gas), che tendono a seguire in ritardo l'andamento dei corsi del greggio. In prospettiva, i recenti andamenti dei prezzi del greggio e gli effetti base al rialzo dovrebbero determinare nei prossimi mesi un aumento dell'inflazione della componente energetica.

Negli ultimi mesi l'inflazione dei beni alimentari ha continuato a scendere, dal valore massimo del 6,1 per cento a metà del 2008 a -0,4 nell'ottobre 2009, il livello più basso dall'inizio della serie nel 1990 (cfr. tavola 5.1 nella sezione delle *Statistiche dell'area dell'euro*). Tale flessione è stata sospinta principalmente dal trasferimento ai consumatori delle passate riduzioni dei prezzi delle materie prime alimentari e dalla forte concorrenza nella distribuzione al dettaglio dei beni alimentari in un contesto caratterizzato dalla debolezza della domanda. Inoltre, fino al luglio 2009 consistenti effetti base al ribasso hanno comportato il contenimento dell'inflazione degli alimentari, sebbene in seguito tali effetti siano stati sostanzialmente nulli. In ottobre la crescita sui 12 mesi dei prezzi degli alimentari freschi si è collocata a -1,6 per cento, segnando una variazione negativa per il quarto mese consecutivo. La marcata contrazione di tale dinamica è imputabile non solo all'andamento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, influenzato dalle condizioni meteorologiche, ma anche, in particolare, al rallentamento delle quotazioni della carne, in seguito all'inversione dello shock sui corsi mondiali degli alimentari dello scorso anno. Negli ultimi mesi è continuato anche il rallentamento dei prezzi degli alimentari trasformati, iniziato a metà del 2008. Questo andamento flettente dell'inflazione, che in ottobre ha raggiunto lo 0,3 per cento, rispecchia l'ulteriore diminuzione dei tassi di crescita di gran parte delle voci, in particolare di quelle che risentono maggiormente della dinamica dei prezzi delle materie prime, come cereali, prodotti caseari e oli. In prospettiva, l'inflazione annuale della componente alimentare

dovrebbe essere prossima a un punto di svolta e riprendere ad aumentare nei prossimi mesi, in parte a causa di effetti base al rialzo.

Al netto di tutte le voci alimentari ed energetiche, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione ha registrato una graduale flessione negli ultimi due anni. Tale andamento ha rispecchiato la dinamica dei prezzi delle sue due componenti, i beni industriali non energetici e i servizi, che risentono in larga parte dei fattori interni, quali i salari e i margini di profitto (cfr. il riquadro *Recente evoluzione dello IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino). Nell'ottobre 2009 il tasso di inflazione di questo aggregato si è collocato all'1,2 per cento, dall'1,6 in media della prima metà dell'anno.

La dinamica tendenziale dei prezzi dei beni industriali non energetici, in flessione dall'inizio del 2008, è diminuita ulteriormente nei mesi estivi. Nell'ottobre 2009 il tasso di inflazione si è collocato allo 0,3 per cento, dallo 0,7 nella media della prima metà dell'anno. Mentre in passato il calo dell'inflazione di tale componente era stato determinato soprattutto dalla dinamica dei prezzi dei beni durevoli, alla recente flessione hanno contribuito diverse voci. L'inflazione dei beni durevoli, sospinta dalla riduzione dei prezzi delle autovetture, ha toccato un minimo storico di circa -1,0 per cento a settembre e ottobre 2009. La recessione economica avrebbe fortemente influito sull'evoluzione di tali prezzi nell'area dell'euro, considerando che i concessionari di autovetture hanno offerto sconti consistenti per sostenere la debole domanda. Anche l'inflazione dei beni non durevoli ha continuato a calare, dopo che nel secondo trimestre del 2009 si è invertita la tendenza al rialzo che si protraeva da oltre tre anni. Tale andamento sarebbe il risultato del ristagno della domanda, in quanto gran parte delle voci di questo sub indice hanno risentito della flessione. Tuttavia, l'inflazione dei beni non durevoli, all'1,6 per cento in ottobre, rimane sensibilmente al di sopra del tasso di inflazione dei beni durevoli e di quelli semidurevoli. Recentemente, la variazione annuale dei prezzi dei beni semidurevoli ha seguito un andamento flettente, nonostante una certa volatilità dovuta ai ribassi stagionali dei tessili. Nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi dei beni industriali non energetici dovrebbe diminuire ulteriormente e potrebbe persino entrare in territorio negativo, almeno nel periodo dei ribassi invernali all'inizio del 2010, in quanto è diminuita sensibilmente la dinamica tendenziale sia dei prezzi all'importazione dei beni di consumo (al netto degli alimentari e dei tabacchi) sia dei prezzi di questi beni a livello della produzione. La domanda e la capacità delle imprese di determinare i prezzi non dovrebbero aumentare nel prossimo futuro e, in un contesto caratterizzato dal peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, è improbabile che la dinamica salariale eserciti forti pressioni al rialzo sull'andamento dei costi.

L'inflazione nel settore dei servizi, dopo essere diminuita nella prima metà del 2009, è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi mesi, per effetto delle variazioni contenute delle principali voci di questo sub indice; in ottobre si è collocata all'1,8 per cento, invariata rispetto al suo valore medio nel terzo trimestre. Negli ultimi due anni la dinamica dei prezzi in questo settore è stata sospinta principalmente da quella dei servizi ricreativi e personali e, in misura minore, dei trasporti (cfr. tavola 5.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). I contributi di entrambe le componenti hanno raggiunto il livello massimo intorno a metà del 2008, per poi diminuire successivamente. Negli ultimi mesi, tuttavia, questo andamento flettente si è attenuato. La decelerazione dei prezzi dei servizi ricreativi e personali è stata determinata principalmente dal minore contributo delle voci ristoranti e caffè, vacanze organizzate e servizi alberghieri (la dinamica di questi ultimi ha assunto segno negativo per cinque mesi consecutivi). La grave recessione economica avrebbe determinato una riduzione della spesa per i consumi non essenziali. Il conseguente calo della domanda di tali servizi probabilmente ha indotto le imprese a trasferire ai consumatori i minori costi degli input, in particolare quelli relativi ai beni energetici e alimentari. Il minore contributo dei servizi di trasporto

ha continuato a rispecchiare quasi per intero l'andamento del trasporto passeggeri per via aerea, in seguito al calo della domanda di servizi di trasporto aereo connessi alle attività economiche e alle vacanze. Per contro, il contributo negativo dei servizi di comunicazione, che si protrae da lungo tempo, si sarebbe attenuato, in quanto la dinamica di tale componente ha segnato valori sempre meno negativi. In prospettiva, è probabile che in un contesto caratterizzato da un andamento moderato dei consumi, la dinamica dei prezzi dei servizi non essenziali continuerà a esercitare pressioni al ribasso sull'inflazione dei servizi nei prossimi mesi.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

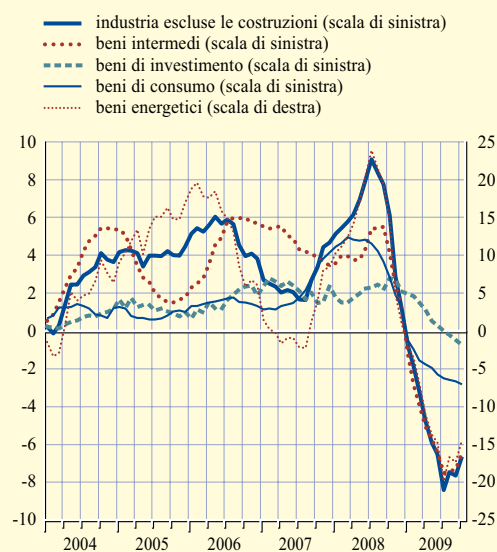
Negli ultimi mesi le spinte per un ulteriore rallentamento dei prezzi lungo la filiera produttiva si sono attenuate, considerando che il tasso di crescita annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è risalito dal valore minimo di -8,4 per cento toccato nel luglio 2009. L'andamento recente di questo tasso ha rispecchiato in ampia misura quello della componente energetica, che a sua volta ha riflesso l'interazione fra gli effetti base al rialzo, connessi al calo delle quotazioni mondiali del greggio nella seconda metà del 2008, e la recente evoluzione di tali prezzi. Negli ultimi mesi le dinamiche tendenziali delle altre componenti dei prezzi alla produzione nell'industria hanno mostrato maggiore stabilità, pur rimanendo su livelli molto contenuti a causa dei minori costi degli input e della debole domanda di prodotti industriali. In prospettiva, la dinamica a breve termine, come le variazioni della media mobile a tre mesi, e gli effetti base al rialzo nei prossimi mesi, suggeriscono un ulteriore contenimento delle spinte al ribasso sui prezzi alla produzione in questo settore. Tale evoluzione si desume anche dagli indicatori delle indagini, che segnalano una tendenza alla stabilizzazione della dinamica dei prezzi a livello della produzione.

In ottobre il tasso di incremento sui 12 mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salito a -6,7 per cento, da -7,6 nel mese precedente. Tale accelerazione è stata determinata principalmente dall'andamento delle componenti dei beni energetici e intermedi. A causa di un forte effetto base al rialzo e di un incremento sul mese precedente dei corsi energetici a livello della produzione, la dinamica della componente energetica è salita in ottobre a -14,4 per cento, da -17,3 nel mese precedente. La variazione sui dodici mesi della componente al netto dei beni energetici (e delle costruzioni) è aumentata a -3,9 per cento in ottobre, riflettendo andamenti contrastanti nelle voci di questo sub indice. La dinamica dei prezzi dei beni intermedi è aumentata ancora, mentre agli stadi successivi della catena produttiva quella dei prezzi dei beni di investimento e di consumo è calata ulteriormente (cfr. figura 41).

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese indicano che negli ultimi mesi le pressioni al ribasso si sono allentate (cfr. figura 42). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in novembre sono aumentati ancora tutti gli indici relativi alle indagini sui prezzi. In particolare, quello dei prezzi degli input nel settore manifatturiero, che in ottobre aveva già superato 50, è salito ulteriormente in novembre, segnalando un rincaro per la seconda volta consecutiva negli ultimi dodici mesi. In novembre l'indice per il settore dei servizi ha raggiunto il livello soglia di 50, a indicare che i costi per i fornitori sono rimasti stabili. Si ritiene che i rincari delle materie prime siano stati la principale determinante dell'incremento dei costi degli input in entrambi i settori. Gli indici dei prezzi applicati nei settori manifatturiero e dei servizi sono rimasti al di sotto di 50, continuando a segnalare che le imprese sono disposte a ridurre i prezzi, sebbene più lentamente che in precedenza, per stimolare la vendita di beni e servizi a fronte della debole domanda sottostante.

Figura 41 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

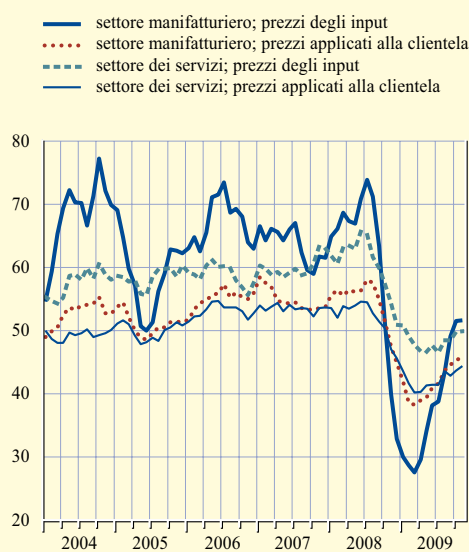
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 42 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

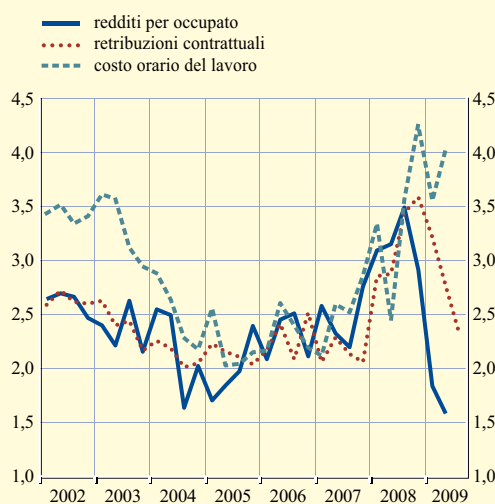
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

La crescita del costo del lavoro, che aveva raggiunto il valore massimo alla fine del 2008, si è attenuata sensibilmente nel corso 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 43 e tavola 7).

Il tasso annuale di crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, il solo indicatore del costo del lavoro finora disponibile, è sceso ulteriormente dal 2,8 al 2,3 per cento fra il secondo e il terzo trimestre. Questo calo consistente conferma che tale tasso mantiene l'andamento flettente seguito dall'inizio del 2009, dopo aver toccato il valore massimo nell'ultimo trimestre del 2008. I recenti andamenti di questo indicatore, che coglie la componente principale dei salari concordata anticipatamente nei con-

Figura 43 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

tratti collettivi, mostrano che l'esito delle trattative salariali è sempre più spesso influenzato dal deteriorarsi della situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro. Gli incrementi salariali più contenuti concordati attraverso i nuovi contratti collettivi hanno 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. La sicurezza del posto di lavoro è stata garantita riducendo la crescita della componente salariale della remunerazione del lavoro e adottando programmi di lavoro più flessibili. Dato che questo indicatore tende a rispondere in ritardo alle variazioni delle condizioni economiche, considerando che la durata dei contratti di lavoro nell'area dell'euro è di circa due anni, è probabile che nei prossimi trimestri la dinamica delle retribuzioni contrattuali si attenui ulteriormente, in quanto i nuovi contratti che sostituiscono gradualmente i vecchi prevedono aumenti salariali più contenuti sia per il settore privato che per quello pubblico.

Nel secondo trimestre del 2009 il tasso di variazione dei redditi per occupato è sceso all'1,6 per cento, dall'1,8 nel trimestre precedente, un calo ampiamente generalizzato nei paesi dell'area. Si tratta del valore più basso dall'inizio dell'unione monetaria, inferiore di circa 1 punto percentuale al suo livello medio in questo periodo. Questa ulteriore decelerazione ha rispecchiato il rallentamento dei salari, il calo delle ore di lavoro e la diminuzione degli elementi flessibili di retribuzione, come le gratifiche. Le evidenze ricavate da varie fonti segnalano che le imprese hanno ridotto il costo del lavoro adottando diverse misure a loro disposizione¹⁾. Tali iniziative hanno determinato una inerzia salariale fortemente negativa, perché la dinamica dei redditi per occupato è stata più moderata di quella delle retribuzioni contrattuali²⁾. La scomposizione settoriale indica che il rallentamento dei redditi per occupato nel secondo trimestre è ascrivibile principalmente al loro andamento nei comparti dell'industria (al netto delle costruzioni) e dei servizi non di mercato; nel settore industriale il tasso di variazione ha assunto segno negativo (cfr. figura 44).

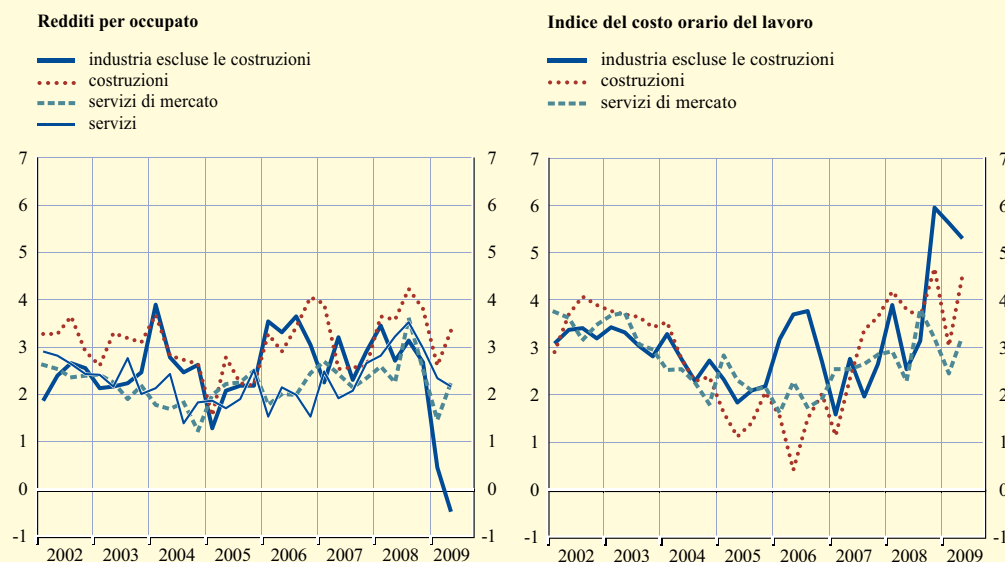
In contrasto con tale rallentamento, il tasso di variazione del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è rimasto elevato al 4,0 per cento nel secondo trimestre, in lieve ripresa rispetto ai valori più contenuti registrati nel trimestre precedente. La persistente e sostenuta crescita del costo orario del lavoro riflette i precedenti accordi salariali e gli effetti delle varie misure adottate al fine di ridurre le ore lavorate per addetto in diversi paesi dell'area, in quanto tale riduzione spesso determina un decremento meno che proporzionale della remunerazione del lavoro. Poiché l'industria ha risentito

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.

2) Con il termine inerzia salariale si intende quella parte della crescita dei redditi per occupato che non è dovuta all'incremento delle retribuzioni contrattuali e/o dei contributi previdenziali (cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'inerzia salariale nell'area dell'euro*, nel numero di ottobre 2006 di questo Bollettino).

Figura 44 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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 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 rimane particolarmente elevata, visto che dall'inizio dell'unione monetaria il suo valore medio è stato pari a 1,8 per cento. Tuttavia, la crescita di questo indicatore dovrebbe calare ulteriormente, in quanto è probabile che i redditi per occupato continuino a rallentare e la produttività si rafforzi ancora (cfr. riquadro 7 *Recenti andamenti della produttività nell'area dell'euro*).

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nella prima metà del 2009 i profitti societari sono calati in misura considerevole, proseguendo la flessione osservata dalla metà del 2007. In base ai dati di contabilità nazionale, nel secondo trimestre i profitti nell'area dell'euro sono calati dell'8,4 per cento su base annua, il tasso più basso registrato dopo che nel primo trimestre si erano contratti bruscamente in misura pressoché identica. Tale contrazione è stata determinata da una flessione dell'attività (volume) e da un calo dei profitti per unità di volume (margine per unità di prodotto), cfr. figura 45. Questi ultimi sono diminuiti soprattutto a causa dell'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, sostenuta dai salari

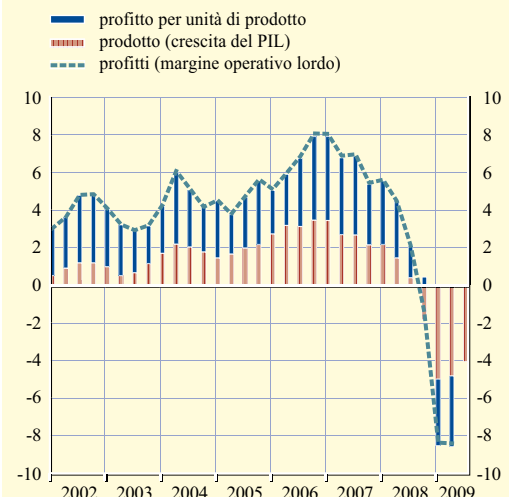
relativamente elevati e dalle politiche di *labour hoarding* adottate dalle imprese nell'area dell'euro durante la recente recessione.

Per quanto concerne gli andamenti nei principali comparti (industria e servizi di mercato), nel secondo trimestre del 2009 la contrazione dei profitti nell'industria è stata particolarmente pronunciata a causa del maggior calo dell'attività, dovuto alla sua più elevata ciclicità ed esposizione alle dinamiche esterne. Nello stesso periodo anche i profitti nei servizi di mercato sono calati sul periodo corrispondente, per la prima volta dall'inizio della serie nel 1996.

Guardando oltre i dati di contabilità nazionale disponibili, il calo del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe contribuire al recupero dei margini di profitto rispetto ai livelli contenuti registrati nella prima metà del 2009.

Figura 45 Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi le prospettive per l'inflazione continueranno a essere caratterizzate prevalentemente da effetti base al rialzo connessi al calo dei prezzi delle materie prime nella seconda metà del 2008. Allo stesso tempo, la dinamica dell'inflazione dovrebbe risentire degli andamenti dei fondamentali dell'economia. In seguito, nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, ci si attende che l'inflazione si mantenga su livelli contenuti e che l'evoluzione complessiva dei prezzi, dei costi e dei salari rimanga moderata, in linea con una lenta ripresa della domanda all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. Le proiezioni di dicembre formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un tasso di inflazione allo 0,3 per cento nel 2009, fra lo 0,9 e l'1,7 nel 2010 e fra lo 0,8 e il 2,0 nel 2011. Le proiezioni per il 2010 sono sostanzialmente invariate rispetto a quelle formulate in settembre dagli esperti della BCE. Le previsioni rese disponibili dalle organizzazioni internazionali tracciano un quadro fondamentalmente simile.

I rischi per questo scenario rimangono sostanzialmente equilibrati; sono connessi, in particolare, alle prospettive 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.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dopo cinque trimestri di contrazione, nel terzo trimestre del 2009 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è tornata in territorio positivo. Gli ultimi indicatori delle indagini suggeriscono il protrarsi di una crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2009. Nel breve periodo l'espansione congiunturale dovrebbe beneficiare di un contributo positivo delle scorte e di un maggiore vigore delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Si prevede tuttavia che l'economia dell'area dell'euro, data la natura temporanea di vari fattori che la sostengono, cresca a un ritmo contenuto nel 2010, poiché è probabile che sia frenata dal processo in corso di risanamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. I rischi di questa previsione rimangono in generale bilanciati.

Questa valutazione è sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2009 formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano una crescita annuale del PIL in termini reali compresa tra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, tra il +0,1 e il +1,5 per cento nel 2010 e tra il +0,2 e il +2,2 per cento nel 2011. L'intervallo di valori per il 2010 è stato rivisto al rialzo rispetto alle previsioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate in settembre. Le stime da parte delle organizzazioni internazionali sono sostanzialmente in linea con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Dopo essersi contratta per cinque trimestri consecutivi, nel terzo trimestre del 2009 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è ritornata in territorio positivo. I più recenti indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono che anche nell'ultimo trimestre la crescita del PIL è rimasta positiva. Questi sviluppi vanno valutati a fronte del forte calo dell'attività dell'area dell'euro nell'ultima parte del 2008 e agli inizi del 2009, quando la diminuzione della crescita del PIL è stata determinata principalmente da un calo di fiducia a livello mondiale e si è estesa a tutte le componenti. Con l'indebolimento dell'attività nelle economie avanzate e la crescente propagazione delle turbolenze finanziarie ai mercati emergenti, la domanda esterna ha evidenziato una brusca decelerazione. Anche la domanda interna ha rallentato. I consumi sono rimasti contenuti per effetto del peggioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, dell'inasprimento delle condizioni creditizie e del calo della ricchezza finanziaria. In seguito al calo della domanda, all'inasprimento delle condizioni di finanziamento e alla minor redditività delle imprese, sono diminuiti anche gli investimenti. Le scorte hanno apportato un contributo positivo alla crescita del PIL dell'area dell'euro nella seconda metà del 2008 dal momento che le imprese hanno accumulato giacenze, forse perché rimaste sorprese dalla rapidità e dalla portata del rallentamento della domanda mondiale e interna.

Il ritmo della contrazione dell'attività nell'area dell'euro tuttavia è marcatamente diminuito nei mesi primaverili ed estivi del 2009, principalmente per effetto di un maggior vigore delle esportazioni. Anche la spesa delle famiglie ha iniziato a consolidarsi, in parte sostenuta da misure di sostegno fiscale. Si è osservata una stabilizzazione anche per gli investimenti. Allo stesso tempo, le aziende hanno ridotto il livello delle scorte riducendo la produzione più rapidamente del calo previsto della domanda. Di conseguenza, nel primo e secondo trimestre del 2009 le scorte hanno fornito un contributo negativo alla crescita del PIL in termini reali.

La contrazione dell'attività dell'area dell'euro si è arrestata nel terzo trimestre. Secondo la prima stima dell'Eurostat, pubblicata il 3 dicembre, il PIL in termini reali dell'area è aumentato sul periodo precedente dello 0,4 per cento nel terzo trimestre, dopo la flessione dello 0,2 per cento del se-

condo (cfr. figura 46). L'espansione del PIL dell'area dell'euro nel terzo trimestre è riconducibile a contributi positivi delle scorte e, in misura minore, delle esportazioni nette e dei consumi pubblici, in parte compensati da una riduzione dei consumi privati e degli investimenti.

I dati delle indagini disponibili suggeriscono che la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha continuato a essere positiva nell'ultimo trimestre del 2009, sostenuta in larga misura da un contributo ciclico positivo delle scorte e da un maggior vigore delle esportazioni. In prospettiva, alcuni dei fattori che hanno temporaneamente favorito la crescita nella seconda metà del 2009 dovrebbero indebolirsi nel 2010. Le seguenti sottosezioni trattano più in dettaglio l'andamento della domanda.

CONSUMI PRIVATI

I consumi privati hanno registrato un notevole calo alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 in seguito al peggioramento delle prospettive per il mercato del lavoro, all'inasprimento delle condizioni creditizie e alla diminuzione della ricchezza finanziaria. Nel secondo trimestre del 2009 la spesa delle famiglie si è stabilizzata, in parte per effetto di maggiori acquisti di autoveicoli favoriti dagli incentivi governativi alla rottamazione delle vecchie autovetture per acquistarne di nuove.

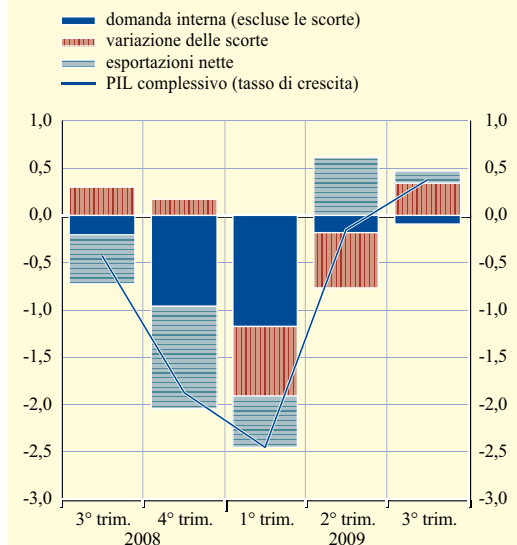
Nonostante il rallentamento dell'attività economica, il reddito disponibile reale delle famiglie ha evidenziato una relativa tenuta soprattutto grazie a tre fattori. Innanzitutto, la crescita salariale, stando a vari indicatori, è proseguita a tassi sostenuti nonostante la brusca contrazione dell'attività. La vischiosità osservata nelle retribuzioni è attribuibile in larga misura alla durata dei contratti collettivi (cfr. sezione 3). In secondo luogo, anche il mantenimento dei livelli occupazionali e le riduzioni delle ore lavorate agevolate da incentivi pubblici hanno sostenuto l'occupazione e, quindi, il reddito disponibile. Infine, il basso livello di inflazione registrato nel 2009 è un fattore aggiuntivo che contribuisce alla tenuta del reddito in termini reali.

Rispecchiando l'aumento dell'incertezza sul piano sia economico che finanziario durante l'intero periodo di turbolenza, il risparmio delle famiglie nell'area dell'euro ha evidenziato un netto aumento nell'anno passato. Nel secondo trimestre del 2009 il tasso di risparmio di queste ultime è salito al 15,4 per cento, valore superiore di 1,3 punti percentuali rispetto a quello di un anno prima (cfr. riquadro 6).

Nel terzo trimestre del 2009 la spesa delle famiglie è rimasta contenuta. Secondo la prima stima dell'Eurostat, i consumi privati si sono contratti lievemente, scendendo sul periodo precedente dello 0,2 per cento nel trimestre in esame. I dati sulle vendite al dettaglio confermano, sempre per il terzo trimestre, la debolezza della spesa delle famiglie. Su base trimestrale, le vendite al dettaglio sono scese dello 0,5 per cento. Sulla scorta della riduzione dell'impatto degli incentivi pubblici per l'acquisto di veicoli in alcuni paesi, nel terzo trimestre ha rallentato anche l'incremento delle immatricolazioni di nuove autovetture, pur registrando un elevato tasso di crescita sul periodo precedente (2,9 per cento).

Figura 46 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



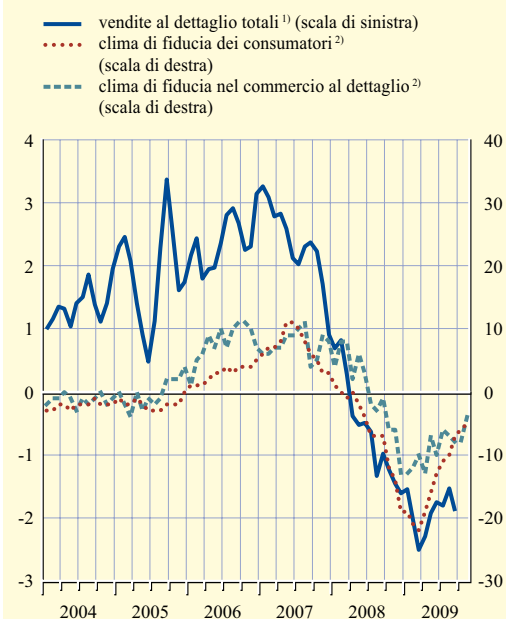
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

I risultati delle indagini congiunturali per il quarto trimestre indicano che probabilmente i consumi privati rimarranno modesti nei prossimi mesi. La fiducia nel settore del commercio al dettaglio e quella dei consumatori, sebbene aumentate di recente, sono rimaste su livelli contenuti (cfr. figura 47). Il miglioramento del clima di fiducia dei consumatori va ricondotto principalmente a una migliore valutazione da parte dei consumatori della situazione economica generale e anche a opinioni lievemente meno pessimistiche circa la disoccupazione. Nello stesso periodo le famiglie hanno percepito un miglioramento solo marginale della propria posizione finanziaria e dei risparmi. È degno di nota il fatto che il livello attuale di fiducia sia ancora inferiore alla media di lungo termine dal 1985. Ciò suggerisce che i consumatori dell'area dell'euro siano attualmente molto incerti circa il vigore e la sostenibilità della ripresa economica.

In prospettiva, i consumi privati dovrebbero rimanere contenuti per tutto il 2010, sebbene si preveda che il reddito reale sia sostenuto da un basso livello di inflazione e dai trasferimenti delle amministrazioni pubbliche.

Figura 47 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 sui tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative, al netto dei carburanti.

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

Riquadro 6

IL COMPORTAMENTO DEI RISPARMIATORI NELL'AREA DELL'EURO

In base ai conti integrati dell'area dell'euro, il risparmio delle famiglie è considerevolmente aumentato nell'arco dell'ultimo anno ¹⁾. Questo riquadro esamina i fattori che potrebbero aver influenzato il comportamento recente dei risparmiatori dell'area e analizza la probabile evoluzione futura del risparmio.

Determinanti teoriche del comportamento dei risparmiatori

La teoria indica che i motivi all'origine delle decisioni di consumo e di risparmio delle famiglie sono molteplici e difficili da isolare. Uno dei principi fondamentali è che gli individui basano i propri consumi sul reddito in termini reali che si attendono di percepire nell'arco della loro vita. Di conseguenza, il risparmio rappresenta un modo di ridistribuire in modo omogeneo la spesa di fronte alle variazioni del reddito nell'arco di orizzonti lunghi (ad esempio, risparmiando in vista del pensionamento) e più brevi, in caso di fluttuazioni temporanee o inattese del reddito.

1) Cfr. il riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il secondo trimestre del 2009* nel numero di novembre del 2009 di questo Bollettino. Gli ultimi conti integrati pubblicati coprono il periodo fino al secondo trimestre del 2009.

Le oscillazioni del reddito, tuttavia, potrebbero non essere l'unica determinante delle variazioni del risparmio. I livelli del risparmio di alcune famiglie sono ad esempio influenzati dagli andamenti della rispettiva ricchezza finanziaria e non finanziaria, giacché gli aumenti di valore delle attività nette detenute rappresentano un'importante fonte aggiuntiva di potere d'acquisto presente e futuro. Altre famiglie, detenendo poche attività finanziarie, potrebbero trovare difficoltà nell'accesso al credito, ed essere quindi costrette a finanziare la spesa per consumi solo con i redditi correnti, indipendentemente dalla traiettoria attesa del proprio reddito futuro. I risparmi possono inoltre risentire del grado di incertezza circa quest'ultimo (collegato ad esempio alle prospettive di occupazione), che potrebbe indurre le famiglie a detenere maggiori riserve di liquidità per tutelarsi da riduzioni inattese del reddito futuro, un fenomeno noto sotto il nome di "risparmio a fini precauzionali"²⁾.

È inoltre probabile che le decisioni di risparmio delle famiglie siano influenzate dalle scelte e dalle azioni di altri operatori economici. Al riguardo, un fattore importante può essere rappresentato, ad esempio, dalle variazioni nelle scelte di finanza pubblica: un aumento del debito pubblico potrebbe indurre le famiglie ad aggiustare il livello dei propri risparmi, per lo meno in certa misura, anticipando futuri maggiori oneri fiscali, sulla base di un comportamento di tipo "ricardiano".

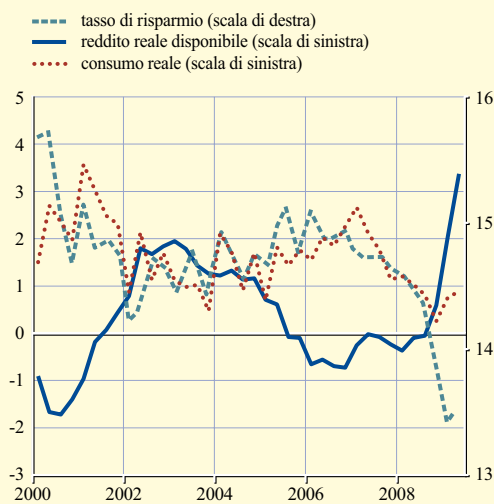
Andamenti recenti del risparmio delle famiglie dell'area dell'euro

Il tasso di risparmio delle famiglie dell'area dell'euro è aumentato notevolmente nell'arco dell'ultimo anno, raggiungendo nel secondo trimestre del 2009 il 15,4 per cento (in base a una somma mobile di quattro trimestri), in rialzo di 1,3 punti percentuali rispetto a un anno prima (cfr. figura A). Tale incremento ha contribuito a una flessione dei consumi: sempre nel secondo trimestre, infatti, la spesa nominale per consumi risultava calata di quasi il 2 per cento rispetto a un anno prima.

L'aumento del tasso di risparmio contrasta con la nozione di redistribuzione omogenea dei consumi di fronte a un calo del reddito. Uno dei fattori fondamentali che potrebbe aver influenzato le decisioni di risparmio delle famiglie nel 2009 è l'incertezza riguardo agli sviluppi futuri. La recente crisi finanziaria si è caratterizzata per un considerevole aumento, nell'arco dell'anno, dell'incertezza circa le prospettive economiche dell'area dell'euro³⁾. Fonte di par-

Figura A Reddito, consumo e risparmio delle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; percentuali di reddito disponibile)



Fonti: Eurostat e BCE.

- 2) Gli effetti della disoccupazione sul risparmio delle famiglie possono essere contrastanti. Da un lato, una maggiore disoccupazione abbassa il reddito disponibile delle famiglie, il che potrebbe a sua volta ridurre la capacità di risparmio di queste ultime. Dall'altro lato, una maggiore disoccupazione comporta altresì un aumento dell'incertezza, che potrebbe incoraggiare le famiglie ad accrescere i risparmi a fini precauzionali, quantomeno temporaneamente.
- 3) Cfr. il riquadro *L'incertezza e le prospettive economiche per l'area dell'euro* nel numero di agosto del 2009 di questo Bollettino, nonché il riquadro *Risultati della Survey of Professional Forecasters della BCE per il quarto trimestre del 2009* nel numero di novembre del 2009.

ticolare preoccupazione per le famiglie è stata la sicurezza del posto di lavoro. L'occupazione è andata sensibilmente calando nel corso dell'ultimo anno e, a metà 2009, la disoccupazione nell'area dell'euro era salita di oltre 2 punti percentuali rispetto a inizio 2008. Malgrado il modesto miglioramento dell'indice relativo negli ultimi sei mesi, l'indagine della Commissione europea sul clima di fiducia dei consumatori evidenzia che le famiglie continuano a nutrire timori per l'evoluzione della disoccupazione nell'area dell'euro.

È altresì possibile che le famiglie abbiano accresciuto il risparmio perché le aspettative riguardo al reddito futuro sono state riviste al ribasso. Anzi, il peggioramento delle attese circa i flussi futuri delle entrate potrebbe già star producendo effetti sulla ricchezza detenuta dalle famiglie. In particolare, queste ultime potrebbero attendersi una diminuzione permanente della ricchezza immobiliare, vista la correzione al ribasso del mercato delle abitazioni in molti paesi dell'area dell'euro. Inoltre, a causa dei cali dei mercati azionari durante il 2008 e gli inizi del 2009, la ricchezza finanziaria delle famiglie è marcatamente diminuita, sebbene il recente recupero dei mercati finanziari sia indicativo di un certo miglioramento (cfr. figura B).

Oltre ad aver impattato sulla ricchezza detenuta dalle famiglie, la crisi finanziaria potrebbe aver altresì contenuto i consumi delle stesse limitandone la capacità di indebitamento. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema, i criteri di concessione dei prestiti alle famiglie sono stati considerevolmente inaspriti a partire dallo scoppio delle turbolenze finanziarie. Ciò potrebbe aver indotto i consumatori ad accrescere i risparmi e ridurre i livelli del debito, specie qualora il mutato contesto finanziario abbia destato preoccupazione presso le famiglie per le condizioni dei propri bilanci.

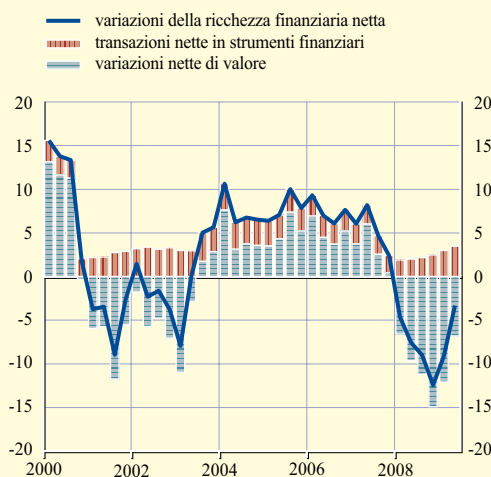
Una fonte di incertezza aggiuntiva proviene dall'impatto dei forti incrementi dei disavanzi pubblici osservati a partire dall'inizio della crisi finanziaria. In base ai conti integrati dell'area dell'euro, l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche è salito al 3,9 per cento del PIL nel secondo trimestre del 2009 (in base a una somma mobile di quattro trimestri), segnando un aumento di quasi 3 punti percentuali nell'arco di un anno. Si prevede che i disavanzi pubblici crescano ulteriormente nel breve periodo, e rimangano elevati per un periodo prolungato. Il risanamento futuro dei conti pubblici, che avverrà mediante un aumento dell'imposizione o una contrazione della spesa pubblica, avrà probabilmente ripercussioni per il reddito delle famiglie negli anni a venire. Tale eventualità potrebbe aver indotto le famiglie ad accumulare risparmi nell'anticipo di tale prospettiva.

Differenze fra i paesi dell'area dell'euro

Per quanto gran parte dei fattori che influenzano il risparmio aggregato dell'area dell'euro abbiano operato anche all'interno dei singoli paesi, il loro peso relativo pare esser stato

Figura B Ricchezza finanziaria netta delle famiglie

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



Fonti: Eurostat e BCE.

differenti, per cui l'evoluzione recente del risparmio delle famiglie è stata significativamente diversa nei vari paesi dell'area ⁴⁾. A un estremo, in Spagna e Irlanda il risparmio è cresciuto in misura assai consistente. Il netto deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro, nel quale la disoccupazione ha segnato aumenti pronunciati, unitamente ai sensibili cali dei prezzi delle abitazioni, ha indotto le famiglie ad aggiustare in misura significativa i livelli del risparmio ⁵⁾. In tali paesi, l'indebitamento relativamente elevato delle famiglie potrebbe inoltre aver aggravato i timori collegati con la necessità di una correzione dei propri bilanci. Inoltre, sia in Spagna sia in Irlanda si è assistito a un brusco peggioramento dei conti pubblici.

All'estremo opposto, in alcuni paesi il tasso di risparmio non ha pressoché subito variazioni durante gli ultimi due anni. Ad esempio, in Germania esso è rimasto sostanzialmente immutato durante il periodo di turbolenza. Al riguardo, un importante fattore potrebbe essere stata la reazione relativamente blanda del mercato del lavoro di fronte all'attuale contrazione. La riduzione sussidiata delle ore lavorate, dell'orario di lavoro e degli straordinari sembra aver attutito l'impatto della contrazione dell'attività sulla disoccupazione. Nel breve periodo, ciò potrebbe aver contribuito a sostenere i redditi, a ridurre l'incertezza e l'insicurezza del posto di lavoro e ad alimentare i consumi. Inoltre, come del resto in vari altri paesi, in Germania il governo ha introdotto un programma di rottamazione dei veicoli che fornisce incentivi per l'acquisto di nuove autovetture. Anche questo programma ha alimentato i consumi e potenzialmente ridotto il risparmio nei trimestri recenti ⁶⁾.

Le prospettive del risparmio delle famiglie

Si prevede che nella seconda metà del 2009 il tasso di risparmio delle famiglie cresca ulteriormente nell'area dell'euro. In un contesto di protratta incertezza riguardo al vigore e alla sostenibilità della ripresa economica, e in previsione di nuove correzioni del mercato del lavoro (ci si aspetta che la disoccupazione cresca ancora il prossimo anno), è probabile che le famiglie continuino ad aumentare il risparmio a fini precauzionali per tutelarsi contro la possibilità che l'incremento del reddito risulti in futuro inferiore.

L'incertezza riguardo all'evoluzione del risparmio delle famiglie resta molto alta. Con il consolidarsi della ripresa e il recupero dei redditi, è lecito attendersi che le famiglie riducano in certa misura i propri risparmi. Ma questi ultimi continueranno probabilmente a collocarsi in maniera duratura su livelli più elevati rispetto al passato qualora, ad esempio, la crisi abbia portato le famiglie a nutrire maggiori timori di prima sulle prospettive di reddito, o qualora le abbia indotte a risanare i propri bilanci e a ridurre i livelli del debito. Inoltre, dopo lo scoppio delle bolle presenti in alcuni mercati delle attività, le famiglie potrebbero aver formulato una valutazione più realistica della loro ricchezza attuale. Infine, il risparmio potrebbe restare elevato qualora le famiglie siano preoccupate per le implicazioni future dei crescenti livelli del debito pubblico e degli ampi disavanzi sull'onere fiscale loro imposto. Tali preoccupazioni sottolineano come sia importante che i governi dell'area dell'euro elaborino strategie credibili per l'uscita dalle politiche di bilancio espansive e per il risanamento delle finanze al fine di arginare la crescita degli squilibri dei conti pubblici.

4) Dal momento che i dati ufficiali sui tassi di risparmio per il 2008 e la prima metà del 2009 non sono ancora stati pubblicati per tutti i paesi dell'area dell'euro, l'analisi si basa su stime.

5) Per una discussione delle implicazioni più ampie delle misure prese dai governi per il mercato del lavoro cfr. il riquadro *Legami fra prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro* nel numero di ottobre del 2009 di questo Bollettino e il riquadro *Correzioni del mercato del lavoro durante l'attuale contrazione dell'attività economica* nel numero di giugno del 2009 di questo Bollettino.

6) Cfr. il riquadro *Gli effetti dei programmi di rottamazione dei veicoli* nel numero di ottobre del 2009 di questo Bollettino.

INVESTIMENTI

Gli investimenti aggregati hanno registrato una marcata contrazione dagli inizi del 2008 per effetto di una domanda debole, una bassa fiducia delle imprese, una crescita degli utili negativa, un grado di utilizzo storicamente basso della capacità produttiva e un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito. Gli investimenti hanno apportato un ulteriore contributo negativo alla crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2009, riducendosi dello 0,4 per cento sul trimestre precedente. La flessione, tuttavia, è stata meno negativa di quella osservata nel secondo trimestre, quando gli investimenti erano calati dell'1,7 per cento.

È più facile comprendere l'andamento degli investimenti analizzandolo nei termini delle sue due principali componenti: quelli in costruzioni e quelli in beni diversi dalle costruzioni. Gli investimenti in costruzioni, che comprendono gli edifici residenziali e commerciali, rappresentano circa la metà di quelli totali e pertanto l'evoluzione di questa componente esercita un'influenza significativa sugli investimenti aggregati. La crescita degli investimenti in costruzioni si è collocata in territorio negativo dal secondo trimestre del 2008 in ragione di un eccesso di capacità produttiva in alcuni paesi, di vincoli finanziari e di prezzi contenuti degli immobili residenziali e commerciali.

Anche gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (principalmente attività destinate a essere utilizzate per la produzione di beni e servizi) sono nettamente diminuiti durante l'intera fase di contrazione dell'economia, poiché l'indebolimento della domanda ha ridotto la redditività, le pressioni sulla capacità produttiva si sono attenuate e l'irrigidimento dei criteri per la concessione dei prestiti hanno reso più costosi e meno disponibili i finanziamenti.

In prospettiva, la domanda relativamente debole e l'elevata incertezza circa il futuro andamento dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali continueranno probabilmente a gravare sugli investimenti in costruzioni nei prossimi trimestri, come avvalorato dagli indicatori più aggiornati basati sulle indagini congiunturali. Ad esempio, l'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), è aumentato solo moderatamente negli ultimi mesi, rimanendo ancora di gran lunga inferiore alla media di lungo periodo. Analogamente, ci si attende che gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni siano frenati dalle deboli prospettive per la domanda interna ed esterna. È probabile inoltre che il basso grado di utilizzo della capacità produttiva freni la necessità delle imprese di accumulare beni capitali. Allo stesso tempo l'ulteriore normalizzazione attesa nei mercati finanziari dovrebbe contribuire probabilmente a mantenere bassi i costi di finanziamento nel prossimo futuro e quindi a favorire gli investimenti.

Nel complesso, gli investimenti aggregati dell'area dell'euro dovrebbero restare deboli per effetto del basso grado di utilizzo della capacità produttiva e della perdurante debolezza della domanda. In termini storici, la ripresa degli investimenti è particolarmente lenta e graduale nei periodi in cui un rallentamento economico è aggravato da una crisi finanziaria¹⁾. Ci si attende, tuttavia, che nei prossimi dodici mesi il ritmo della contrazione degli investimenti diminuisca.

CONSUMI PUBBLICI

La crescita dei consumi pubblici nella seconda metà del 2008 e nella prima del 2009 è rimasta piuttosto vivace, a differenza di altre componenti della domanda interna. Questo perché le voci della spesa delle amministrazioni pubbliche, come i salari del settore pubblico, non risentono nel breve periodo

1) Cfr. l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.

degli andamenti ciclici ed è probabile in genere che le amministrazioni pubbliche spendano quanto fissato a bilancio nei piani di spesa stabiliti l'anno precedente.

Dopo una crescita dello 0,6 per cento nel secondo trimestre del 2009, nel terzo i consumi pubblici sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente e probabilmente hanno continuato a offrire sostegno alla domanda interna nel quarto trimestre. Ci si attende tuttavia che tale impulso si riduca nel 2010.

SCORTE

I dati per il primo e secondo trimestre mostrano che le scorte hanno apportato un marcato contributo negativo alla crescita del PIL dell'area dell'euro. Il rallentamento economico è stato accentuato da questo andamento ciclico delle scorte, in base al quale le imprese, notando un calo pronunciato e possibilmente prolungato della domanda, tendono a smaltire le giacenze riducendo la produzione in maniera decisa poiché cercano di mantenere il rapporto tra scorte e vendite su un livello ottimale. Tuttavia, la correzione al ribasso delle scorte tende alla fine a rallentare per prevenire un eccessivo calo del rapporto e, non appena le vendite ricominciano ad aumentare, le imprese dovrebbero ricominciare ad accumulare scorte.

Il ritmo di decumulo delle scorte è diminuito nel terzo trimestre del 2009 e, di conseguenza, questa componente ha apportato un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali pari a 0,3 punti percentuali. Sia le indagini sia i riscontri aneddotici suggeriscono che il livello delle scorte sarebbe attualmente basso secondo le percezioni e il ritmo di decumulo dovrebbe quindi continuare a diminuire nel brevissimo periodo. Di conseguenza, le scorte forniranno probabilmente un ulteriore contributo positivo alla crescita del PIL dell'area dell'euro nell'ultimo trimestre. L'entità del contributo, però, rimane altamente incerta poiché dipende dalla rapidità con cui la domanda si riprenderà e le imprese rivedranno le attese circa le prospettive future.

COMMERCIO ESTERO

La scomposizione del PIL reale dal lato della spesa conferma nel terzo trimestre che non si è più in presenza del forte calo delle esportazioni dell'area dell'euro osservato nei due trimestri precedenti. Nel trimestre in esame le esportazioni dell'area sono aumentate del 2,9 per cento sul periodo precedente, a fronte della flessione dell'1,3 per cento del secondo trimestre. Sempre nel terzo trimestre le importazioni sono aumentate sul periodo precedente del 2,6 per cento, dopo la diminuzione del 2,9 per cento del trimestre precedente. Di conseguenza, nel trimestre in esame l'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita del PIL in termini reali dell'area.

Gli indicatori suggeriscono in misura crescente che la ripresa mondiale va gradualmente acquisendo slancio, sostenuta da vigorose misure di stimolo a livello internazionale e dal miglioramento del clima di fiducia sia dei consumatori sia delle imprese (cfr. la sezione 1). Ad esempio, l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti ha continuato ad aumentare nei mesi recenti, salendo nettamente al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione pari a 50.

Durante il crollo del commercio mondiale alla fine del 2008 e all'inizio del 2009 la domanda di beni di investimento e di beni intermedi dell'area dell'euro è stata particolarmente colpita. È probabile che la domanda di questi beni possa beneficiare dei recenti segnali di miglioramento della domanda mondiale, a vantaggio delle imprese dell'area esposte al commercio internazionale. Tuttavia, poiché ci si attende che la ripresa nell'area segua con un certo ritardo il recupero dell'attività economica mondiale, la dinamica delle importazioni dovrebbe essere lievemente più lenta rispetto a quella delle esportazioni.

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

L'attività economica considerata in termini di valore aggiunto conferma l'espansione dell'economia nel terzo trimestre del 2009. Dopo un significativo calo del tasso di contrazione nel secondo trimestre, nel terzo il valore aggiunto dell'industria è tornato a una crescita positiva. Anche il settore dei servizi ha fornito un contributo positivo alla crescita, mentre quello delle costruzioni ha continuato a evidenziare una diminuzione. I dati delle indagini congiunturali per ottobre e novembre suggeriscono un ulteriore rafforzamento della crescita del valore aggiunto nell'ultimo trimestre.

Le condizioni nel mercato del lavoro hanno seguito a deteriorarsi (cfr. la seguente sezione sul mercato del lavoro). Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto stabile al 9,8 per cento in ottobre rispetto al mese precedente. Nel secondo trimestre del 2009 la crescita dell'occupazione ha mostrato una flessione dello 0,5 per cento sul periodo precedente.

PRODOTTO PER SETTORE

L'analisi degli andamenti del valore aggiunto nel terzo trimestre rivela alcune differenze fra i vari settori. Dopo essere diminuito per cinque trimestri consecutivi, il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) ha iniziato a espandersi nuovamente nel terzo trimestre, con un aumento del 2,0 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 48). La ripresa è stata in linea con gli ultimi dati positivi sulla produzione industriale.

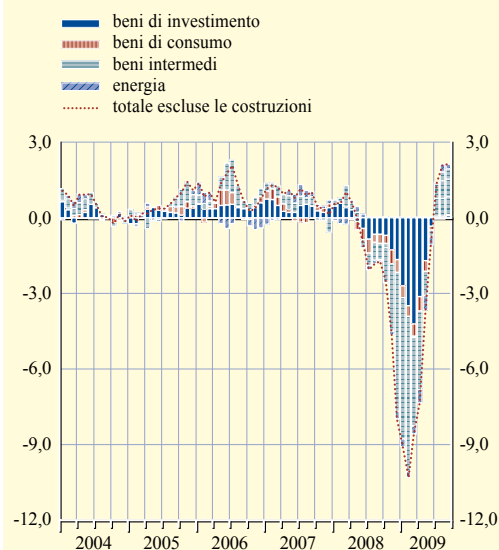
Le indagini presso le imprese suggeriscono che i tassi di crescita dell'attività industriale sono rimasti positivi nel quarto trimestre (cfr. figura 49). Il PMI per il settore manifatturiero dell'area dell'euro ha ripreso a crescere in novembre e l'attuale livello di 51,2 è chiaramente superiore al valore soglia teorico di 50. Parimenti, anche l'andamento del sottoindice del PMI relativo alla produzione (che dovrebbe essere, in linea di principio, più strettamente connesso all'attività industriale rispetto all'indice composito) suggerisce prospettive di breve periodo più favorevoli per il settore manifatturiero. Tale valutazione è corroborata da altre indagini sul clima di fiducia nell'industria e dall'evidenza aneddotica.

In linea con gli ultimi dati sulla produzione nel settore delle costruzioni, nel terzo trimestre del 2009 questo comparto ha apportato un contributo lievemente negativo alla crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro. L'andamento del valore aggiunto in questo settore presenta differenze relativamente consistenti a livello nazionale, con cali più marcati nei paesi in cui la rilevanza delle costruzioni in termini di PIL era aumentata in modo significativo prima delle turbolenze finanziarie.

Nel terzo trimestre il prodotto del settore dei servizi ha continuato ad aumentare. Il valore aggiunto di questo comparto è salito dello 0,1 per

Figura 48 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.

cento sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,2 per cento del secondo trimestre. Questi dati sono in linea con l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea e con il PMI relativo all'attività nei servizi, che hanno evidenziato entrambi un incremento nel corso del terzo trimestre. I dati delle indagini per novembre segnalano un ulteriore miglioramento delle prospettive per il settore dei servizi.

I dati delle indagini sul grado di utilizzo della capacità produttiva mostrano che si è avuta di recente una parziale inversione di tendenza dai livelli estremamente bassi registrati in precedenza. Il grado di utilizzo della capacità produttiva per il settore industriale nel suo complesso, aumentato lievemente dal valore minimo di luglio, si è collocato al 70 per cento circa in ottobre; resta però nettamente inferiore alla media di lungo periodo pari all'81,5 per cento. L'aumento di ottobre ha interessato tutte le principali categorie industriali. In linea con le proprietà di indicatori anticipatori di alcuni settori dei beni intermedi, la ripresa del grado di utilizzo della capacità produttiva in tale comparto è stata però molto più pronunciata che nelle altre principali categorie industriali. Stando alle indagini della Commissione europea nel settore industriale e dei servizi, le imprese segnalano che l'insufficienza della domanda è decisamente il maggiore ostacolo alla crescita, mentre l'importanza dei vincoli finanziari sembra relativamente contenuta.

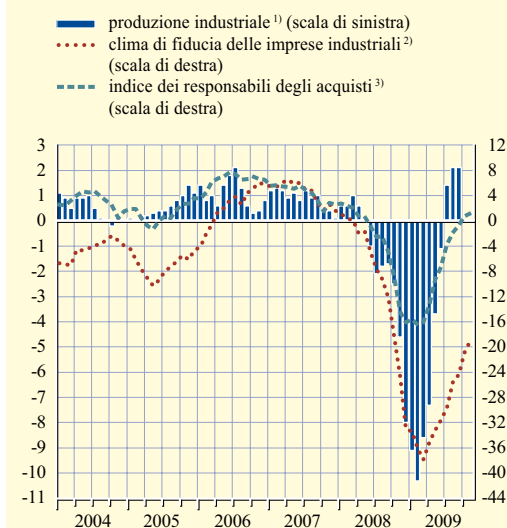
MERCATO DEL LAVORO

La dinamica dell'occupazione nell'area dell'euro normalmente risponde in ritardo alle oscillazioni del ciclo economico. Inoltre, l'intervallo temporale di risposta varia da settore a settore. Nel corso del rallentamento economico, l'occupazione ha iniziato a diminuire nel settore delle costruzioni prima che nei comparti dell'industria in senso stretto, dei servizi e delle amministrazioni pubbliche. Ciò è in parte connesso all'eccesso di capacità produttiva nel settore delle costruzioni in alcuni paesi e al fatto che tale comparto occupa in genere molti lavoratori con contratto a tempo determinato, circostanza che rende meno costoso l'adeguamento dei livelli occupazionali alle mutate condizioni economiche.

Con il dispiegarsi della crisi economica, in molti paesi dell'area dell'euro sono state attuate diverse strategie al fine di preservare la stabilità dell'occupazione. Tali strategie, fra cui l'adozione di orari di lavoro più flessibili, la riduzione generalizzata del ricorso agli straordinari, nonché alcuni specifici provvedimenti governativi a sostegno dell'occupazione, hanno permesso una diminuzione delle ore lavorate pro capite, ed evitato così un più netto calo del numero di occupati. Ciò nonostante, nel secondo trimestre, l'occupazione ha mostrato una flessione dello 0,5 per cento sul periodo precedente, flessione lievemente inferiore a quella dello 0,7 per cento registrata nel primo trimestre (cfr. tavola 8). I dati più recenti sulla disoccupazione sono in linea con la contrazione dell'occupazione. In ottobre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto praticamente invariato al 9,8 per

Figura 49 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.

Tavola 8 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

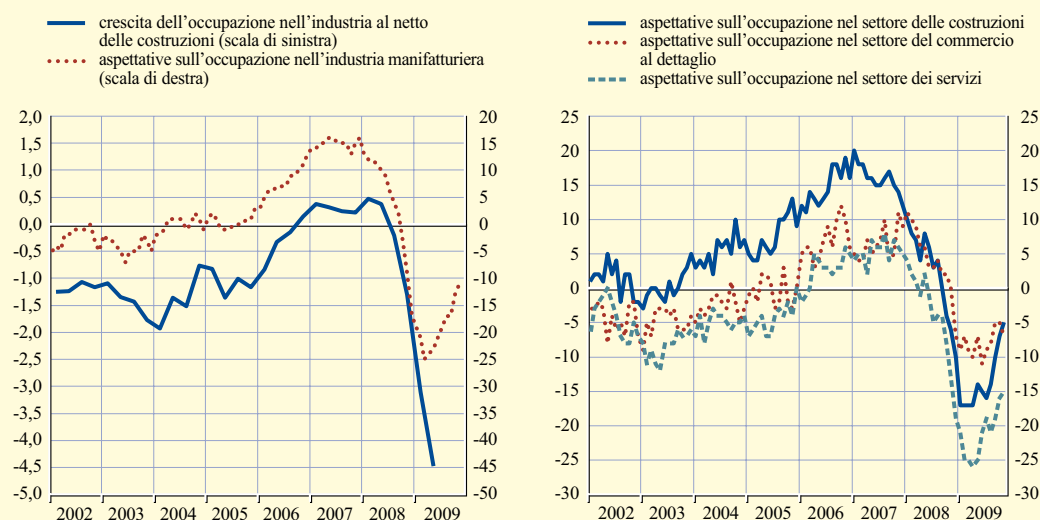
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

cento (cfr. figura 52), il valore più elevato dal dicembre 1998. Secondo le indagini, le aspettative di occupazione hanno guadagnato terreno ultimamente, ma rimangono su livelli bassi.

Nonostante la grave contrazione dell'attività economica negli ultimi trimestri, va evidenziato che l'occupazione dell'area dell'euro ha mostrato una relativa capacità di tenuta nell'intero periodo di turbolenza, se considerata a fronte del significativo calo osservato nell'attività economica. In tale contesto, la produttività per occupato è diminuita bruscamente (cfr. figura 51). Con ogni probabilità la recente ripresa dell'attività nell'area dell'euro comporterà un certo miglioramento della crescita della produttività dell'area dell'euro nei prossimi trimestri.

Figura 50 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

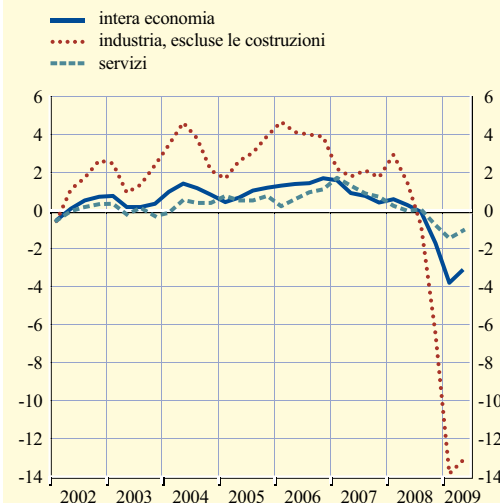


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 51 Produttività del lavoro

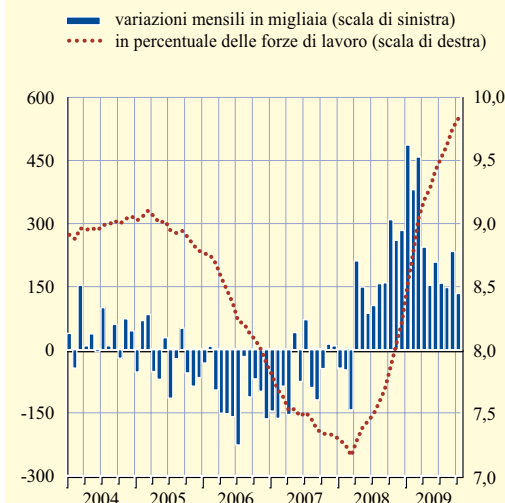
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 52 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Tuttavia, come si osserva nel riquadro 7, il miglioramento nel lungo periodo, che accrescerebbe il potenziale di crescita futura della produttività nell'area, dipenderà dai processi di ristrutturazione delle imprese dell'area dell'euro e da una più ampia riallocazione delle risorse produttive fra settori.

In prospettiva, a seguito della netta contrazione del prodotto registrata alla fine del 2008 e all'inizio del 2009 unitamente agli attuali bassi livelli di utilizzo della capacità produttiva, potrebbe risultare più difficile per le imprese seguitare a mantenere invariati i livelli di occupazione e ci si deve attendere un'ulteriore soppressione di posizioni lavorative permanenti. Nei prossimi mesi è probabile pertanto un'ulteriore crescita della disoccupazione nell'area dell'euro, ancorché a un ritmo inferiore a quello osservato nel corso dell'anno.

Riquadro 7**ANDAMENTI RECENTI DELLA PRODUTTIVITÀ NELL'AREA DELL'EURO**

Il presente riquadro esamina la recente dinamica della produttività nell'area dell'euro: incentrandosi sull'andamento dal 2007, analizza l'importanza dell'evoluzione per settore e per paese nel render conto del recente rallentamento e raffronta poi i risultati della produttività nell'area dell'euro con la dinamica negli Stati Uniti.

La recente dinamica della produttività nell'area dell'euro

Tra il 2003 e il 2006 la crescita della produttività nell'area dell'euro (definita come prodotto per occupato) è stata pari in media all'1,3 per cento sul periodo corrispondente. Dall'inizio del 2007 ha registrato però un netto calo, diventando negativa nel terzo trimestre del

2008¹⁾. Gli ultimi dati di contabilità nazionale pubblicati mostrano un parziale miglioramento sul trimestre precedente ma, rispetto al periodo corrispondente, la produttività ha continuato a contrarsi nel 2009, diminuendo del 2,9 per cento nel secondo trimestre a fronte di un calo del 3,6 per cento nel primo. Si tratta di tassi senza precedenti da quando ha preso avvio l'UEM.

Il calo della produttività rispecchia il fatto che alla contrazione eccezionale del prodotto osservata durante il recente rallentamento economico non è seguita una riduzione corrispondente degli organici delle imprese (cfr. figura A). Infatti, l'occupazione ha dimostrato capacità di tenuta, riflettendo in parte il grado elevato di protezione dell'impiego per i lavoratori a tempo indeterminato, nonché il maggior ricorso agli orari di lavoro ridotti tra i dipendenti. Quest'ultimo rispecchia in parte le misure di sostegno per gli accordi di lavoro a minore orario introdotte o estese da numerosi governi nazionali in reazione alle turbolenze nei mercati finanziari. Tali misure potrebbero essere vantaggiose qualora si presuma che il rallentamento sia temporaneo, riconducibile prevalentemente al calo della domanda e tale da non richiedere probabilmente un'importante riallocazione delle risorse tra i vari settori dell'economia. Possono tuttavia comportare rischi nel più lungo periodo qualora impedissero una riallocazione efficiente delle risorse tra i vari settori²⁾.

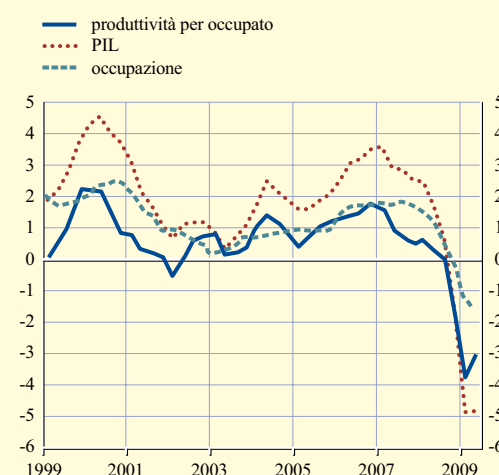
Dato l'ampio ricorso a misure di sostegno agli adeguamenti delle ore lavorate³⁾, è più significativo calcolare la produttività in termini di prodotto per ora lavorata. Poiché non è disponibile al momento alcuna serie statistica trimestrale delle ore lavorate dalle fonti di contabilità nazionale per l'area dell'euro nel suo complesso, è necessario ricorrere a un'approssimazione, sulla base degli aggregati per le tre maggiori economie dell'area, come illustrato nella figura B. Questa suggerisce che il calo della produttività è stato significativamente inferiore se misurato in termini di ore lavorate anziché di occupati. Ciò nonostante, i dati confermano una contrazione piuttosto brusca della produttività oraria del lavoro nell'area dell'euro⁴⁾.

Andamenti per settore e per paese

Per l'insieme dell'area dell'euro, il marcato calo della produttività del lavoro per occupato osservato dal terzo trimestre del 2008 è in gran parte ascrivibile agli andamenti del settore industriale (al netto delle costruzioni) e, in misura lievemente inferiore, del comparto dei

Figura A Crescita del PIL dell'area dell'euro, dell'occupazione e della produttività per occupato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Sebbene l'inizio delle recenti turbolenze nei mercati finanziari abbia chiaramente accentuato la brusca contrazione della dinamica della produttività nell'area dell'euro osservata nei trimestri recenti, la caduta della produttività di fatto non è ascrivibile interamente alla crisi finanziaria, avendo evidenziato una costante decelerazione dal quarto trimestre del 2006.

2) Vi potrebbe essere inoltre un accresciuto costo orario del lavoro per le imprese nel caso la retribuzione non si adegui in proporzione alle ore lavorate.

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

4) Per la Francia i dati relativi alle ore lavorate sono stime dei conti nazionali per il 2008 e il 2009.

servizi privati non finanziari classificati come “commercio e trasporti”⁵⁾. Ciò rispecchia la ciclicità di norma più elevata della produzione in questi settori in risposta a cambiamenti delle condizioni economiche, ma dimostra anche l'apparente riluttanza delle imprese di tali comparti ad adeguare l'organico in base alle forti variazioni della domanda interna e internazionale osservate nei recenti trimestri. Al contrario, negli ultimi trimestri per i quali sono disponibili dati, vari settori avrebbero contribuito positivamente alla crescita della produttività dell'area dell'euro a livello aggregato, soprattutto il settore delle costruzioni e in misura minore quello dei servizi finanziari e alle imprese, a causa in larga misura del grado più elevato di soppressione di posti di lavoro osservato in questi comparti (cfr. figura C).

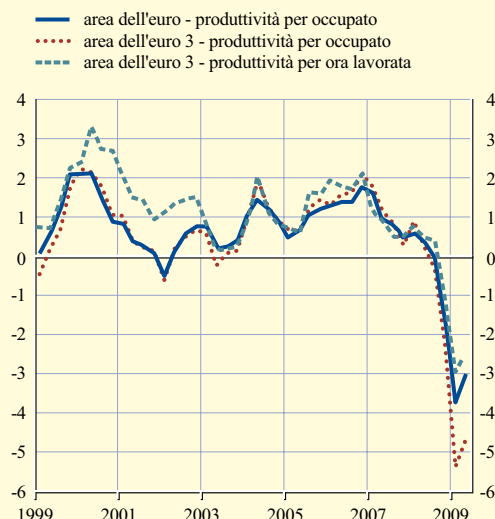
Oltre a tali andamenti settoriali, sussistono importanti differenze tra i vari paesi. La figura D illustra i contributi all'aggregato dell'area dell'euro delle quattro maggiori economie dell'area. L'ampia adozione di accordi di lavoro a orario ridotto, soprattutto da parte dei settori industriali in Germania e Italia, ha avuto un pesante impatto sulla dinamica della produttività per occupato in questi paesi. Un ricorso più contenuto a tali programmi in Spagna e, in misura minore, in Francia, associato a un maggior impiego delle tradizionali correzioni al ribasso degli organici, hanno determinato un andamento della produttività decisamente diverso. L'impatto della soppressione di una quota elevata di posti di lavoro a tempo determinato in Spagna è stato addirittura associato di recente a un'accelerazione della produttività, secondo le statistiche di contabilità nazionale.

Raffronto con l'andamento negli Stati Uniti

La figura E raffronta l'andamento della produttività nell'area dell'euro con quello degli Stati Uniti. Nell'ultimo decennio la crescita della produttività statunitense (per occupato) è stata pari in media al 2,1 per cento annuo, a fronte di una media annua dell'1,1 per cento nell'area dell'euro. Il susseguirsi di flessioni dell'attività statunitense dalla metà degli anni 2000, cui è seguita una brusca contrazione agli inizi del 2007, ha spinto la produttività statunitense in territorio negativo nel primo trimestre di tale anno. Il declino nel tasso di crescita economica ha accelerato una considerevole riduzione dell'occupazione nel paese e, successivamente, un significativo recupero della crescita della produttività (per occupato). Pertanto, nonostante un'ulteriore marcata flessione dalla metà del 2008, il tasso di crescita della produttività statunitense è rimasto

Figura B Crescita del PIL, dell'occupazione e della produttività nelle tre principali economie dell'area dell'euro

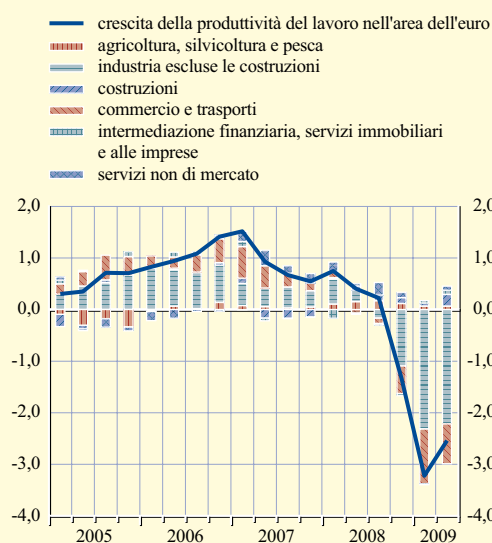
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



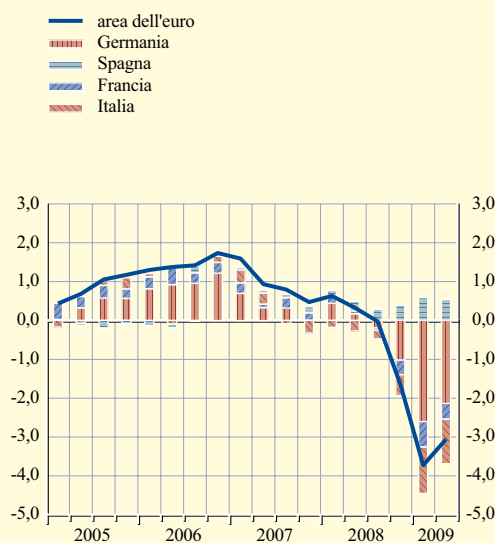
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'“area dell'euro 3” si riferisce a Germania, Francia e Italia. I dati per ora lavorata per la Francia sono stime di contabilità nazionale per il 2008 e il 2009.

5) Gli andamenti trimestrali per settore e per paese per il complesso dell'area dell'euro sono disponibili solo per occupato (non per ora lavorata). Nei conti nazionali il comparto “commercio e trasporti” comprende un'ampia gamma di servizi privati non finanziari, fra cui il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i servizi di riparazione di autoveicoli, motocicli nonché beni personali e per la casa, i servizi alberghieri e di ristorazione, i servizi di trasporto, immagazzinaggio e delle comunicazioni.

**Figura C Crescita della produttività
per occupato e contributi settoriali**(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi
in punti percentuali)

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura D Crescita della produttività
per occupato e contributi per paese**(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi
in punti percentuali)

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la somma dei contributi non risulta pari al totale per l'area dell'euro a causa dell'omissione di quelli relativi ai rimanenti paesi.

sostanzialmente positivo dalla seconda metà del 2007 in contrasto con le significative contrazioni della produttività nell'area dell'euro⁶⁾. Questi risultati valgono a prescindere dal fatto che la produttività sia misurata per occupato o per ora lavorata, ancorché in quest'ultimo caso il divario sia lievemente inferiore⁷⁾.

In una prospettiva di più lungo termine, la dinamica dell'occupazione spiega ovviamente solo in parte il divario di crescita della produttività tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti⁸⁾. La tavola illustra la misura in cui la produttività statunitense ha superato quella dell'area dell'euro in tutto il decennio successivo al 1999 e segnala due fonti di disparità. Rispetto all'area dell'euro, nel periodo in esame l'incremento dell'intensità del capitale – somma dei contributi delle variazioni nello stock di capitale e delle variazioni nel totale delle ore lavorate – è rimasta significativamente superiore negli Stati Uniti, dove ha contribuito per circa 1,0 punti percentuali all'anno, in media, alla crescita della produttività, contro soltanto 0,6 punti percentuali nell'area dell'euro. Inoltre, sempre nello stesso periodo, anche il contributo della produttività totale dei fattori (PTF) all'incremento complessivo della produttività è stato di gran lunga superiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro e avrebbe mostrato una certa capacità di tenuta nel primo paese, a fronte di un apparente crollo nel 2008 della crescita della PTF nell'area dell'euro.

6) Tra il terzo trimestre del 2007 e il secondo del 2009 l'economia statunitense ha evidenziato una contrazione del 3,2 per cento circa, cui si è accompagnata una riduzione rapida e considerevole dell'occupazione pari al 3,7 per cento circa. Nello stesso periodo il prodotto dell'area dell'euro è diminuito del 3,8 per cento, mentre l'occupazione è scesa dell'1,0 per cento.

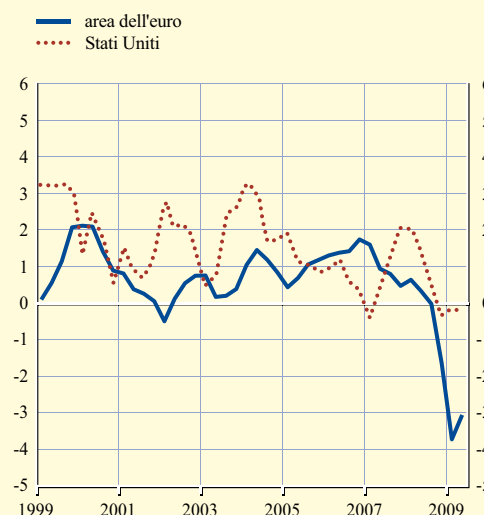
7) Il raffronto della crescita della produttività per ora lavorata si fonda su elaborazioni per l'area dell'euro basate su tre paesi (come per la figura B).

8) I dati di questa sezione sono desunti dalla banca di dati macroeconomici annuali (AMECO) della Commissione europea.

Benché la scelta di dare priorità all'espansione delle attività caratterizzate da un elevato tasso di occupazione concorra a spiegare i tassi più contenuti di intensità di capitale nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, non chiarisce però le differenze nei tassi di incremento della PTF. Nell'area dell'euro è probabile che una maggiore partecipazione, soprattutto di lavoratori meno qualificati al primo impiego, abbia contribuito a una riduzione dell'efficienza produttiva. Allo stesso tempo un assetto normativo meno flessibile (sia per il lavoro sia per i mercati di beni e servizi) ha dato luogo a minori investimenti in tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) atte a innalzare la produttività. L'interazione di questi elementi potrebbe anche aver determinato la minor incidenza nell'area dell'euro dei favorevoli effetti di trasmissione derivanti dall'impiego delle TIC, come la maggiore efficienza nell'organizzazione della produzione o i tassi più elevati di innovazione⁹⁾. Nel periodo più recente, sebbene non vi siano dubbi che il calo della PTF in entrambe le economie sia per lo più attribuibile a fattori ciclici, la maggior capacità di tenuta della PTF statunitense potrebbe anche rispecchiare adeguamenti di più ampia portata agli shock, favoriti dall'assetto istituzionale più flessibile del mercato del lavoro statunitense¹⁰⁾.

Figura E Crescita della produttività per occupato e nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, OCSE, US Bureau of Labor Statistics ed elaborazioni della BCE.

Implicazioni sul piano delle politiche economiche

La recente ripresa dell'attività nell'area dell'euro indurrà senza dubbio un certo miglioramento della crescita della produttività nell'area dell'euro nei prossimi trimestri, come già si

Produttività del lavoro per ora lavorata e relativi contributi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

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

	Area dell'euro					Area dell'euro				
	crescita della produttività del lavoro per ora lavorata	contributi			PTF	crescita della produttività del lavoro per ora lavorata	contributi			PTF
		Intensità di capitale	di cui:				Intensità di capitale	di cui:		
			stock di capitale	totale ore lavorate				stock di capitale	totale ore lavorate	
1999-2008	1,1	0,6	1,0	-0,4	0,6	2,1	1,0	1,2	-0,2	1,1
di cui:										
1999-2002	1,5	0,6	1,0	-0,4	0,9	2,8	1,2	1,3	-0,1	1,5
2003-06	1,1	0,6	0,9	-0,3	0,6	2,0	0,9	1,3	-0,4	1,1
2007	1,0	0,3	1,1	-0,8	0,7	1,4	0,9	1,2	-0,3	0,5
2008	0,0	0,7	1,0	-0,3	-0,7	1,0	1,2	0,9	0,2	-0,2

Fonti: Eurostat, banca dati AMECO della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

evincesse dalle variazioni trimestrali congiunturali. I recenti andamenti negli Stati Uniti hanno mostrato un rapido ritorno ai tassi di crescita della produttività precedenti al rallentamento, sia per occupato sia per ora lavorata, per effetto di un significativo ridimensionamento dell'occupazione. Eventuali ulteriori miglioramenti nel lungo termine della dinamica della produttività dell'area dell'euro, finalizzati ad accrescere le potenzialità di quest'ultima di allinearsi ai tassi di crescita della produttività più elevati osservati negli Stati Uniti, dipenderanno dalla capacità dell'economia dell'area di sostenere gli sforzi di ristrutturazione delle imprese e consentire una più ampia riallocazione delle risorse tra i settori. Questo processo di ristrutturazione creativa necessiterà di un tempestivo smantellamento delle misure adottate contro la crisi (compresa l'attuale pesante incidenza dei programmi di lavoro a orario ridotto) allorché sarà consolidata la ripresa. Occorreranno inoltre ulteriori riforme strutturali volte a favorire le transizioni nei mercati del lavoro e a facilitare la reintegrazione dei lavoratori in esubero in un nuovo posto di lavoro, ad esempio attraverso un allentamento della legislazione a tutela dell'occupazione per i lavoratori a tempo indeterminato e mediante misure intese a promuovere l'acquisizione di capitale umano. Ne beneficerebbero in particolare i giovani europei, colpiti finora in misura sproporzionata dalla recessione e che sono potenzialmente fonte di dinamismo e innovazione. Nei mercati dei beni e servizi servono misure volte ad accrescere la concorrenza nonché a incoraggiare l'innovazione e l'attuazione di prassi di lavoro efficienti.

9) Cfr., ad esempio, il riquadro *Evoluzione della qualità del lavoro nell'area dell'euro e relative implicazioni per la crescita della produttività del lavoro* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino; il riquadro *Evoluzione della produttività del lavoro nell'area dell'euro: risultati tratti dall'ultima pubblicazione della banca dati EU KLEMS* nel numero di gennaio 2008 sempre di questo Bollettino; nonché *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE, n. 53, ottobre 2006.

10) Cfr., ad esempio, Bassanini, A., L. Nunziata e D. Venn (aprile 2009), "Job protection legislation and productivity growth in OECD countries", *Economic Policy*, vol. 24; nonché Duval, R., J. Elmeskov e L. Vogel (2006), *Structural policies and economic resilience to shocks*, Working Paper dell'OCSE, n. 567.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Dopo cinque trimestri di contrazione, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è ritornata in territorio positivo nel terzo trimestre del 2009. I più recenti indicatori desunti dalle indagini congiunturali suggeriscono il perdurare di valori positivi della crescita del PIL in termini reali anche nell'ultimo trimestre del 2009. Nel breve termine, l'espansione economica dovrebbe beneficiare di un contributo positivo delle scorte e di un maggior vigore delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. L'incertezza resta tuttavia elevata poiché diversi fattori di sostegno hanno carattere temporaneo. L'economia dell'area dell'euro dovrebbe crescere a un ritmo contenuto nel 2010, in quanto è probabile che risenta del processo in corso di risanamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area.

Questa valutazione è sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2009 formulate per l'area dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano una crescita annuale del PIL in termini reali compresa tra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, tra il +0,1 e il +1,5 per cento nel 2010 e tra il +0,2 e il +2,2 per cento nel 2011. L'intervallo di valori per il 2010 è stato rivisto al rialzo rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate in settembre. Le previsioni da parte delle organizzazioni internazionali sono sostanzialmente in linea con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre.

I rischi di questa previsione rimangono in generale bilanciati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, gli effetti delle vaste misure di stimolo macroeconomico messe in atto e degli altri interventi di politica economica potrebbero essere più pronunciati di quanto anticipato. Anche il clima di fiducia potrebbe evidenziare un ulteriore miglioramento e l'interscambio con l'estero potrebbe registrare una ripresa più vivace di quanto previsto. Quanto ai rischi al ribasso, persistono i timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate rispetto alle attese fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche e la possibilità di drastiche variazioni dei mercati dovute a una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 LA FINANZA PUBBLICA

Le attuali prospettive per i conti pubblici indicano il perdurare del forte deterioramento dei saldi di bilancio nell'area dell'euro. In base alle previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2009, il disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL aumenterebbe considerevolmente nel 2009. Ci si attende che quasi tutti i paesi dell'area dell'euro registrino un disavanzo superiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL; attualmente 13 paesi sono sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi. Il peggioramento dei conti pubblici si è verificato unitamente a un marcato calo del PIL ed è stato indotto principalmente dalle minori entrate, dalla dinamica della spesa e da sgravi fiscali. In base alle proiezioni, nel 2010 gli squilibri di bilancio nel complesso dell'area dell'euro aumenterebbero ulteriormente, ancorché a un ritmo più contenuto rispetto al 2009. Per preservare la fiducia nella solidità delle politiche di bilancio, è essenziale che tutte le autorità rispettino l'impegno assunto di applicare appieno le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2009

Le prospettive per i conti pubblici dell'area dell'euro evidenziano un ulteriore sostanziale deterioramento dei saldi di bilancio nel 2009. Secondo le previsioni economiche autunnali della Commissione europea pubblicate il 3 novembre, il disavanzo medio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro rispetto al PIL aumenterebbe dal 2,0 per cento del 2008 al 6,4 per cento nel 2009 (cfr. tavola 9), evidenziando il più marcato peggioramento dei bilanci dall'avvio dell'Unione economica e monetaria. Si prevedono disavanzi ingenti e deterioramenti di bilancio molto cospicui rispetto all'anno precedente pressoché in tutti i paesi. Dal confronto con le previsioni economiche della primavera 2009 elaborate dalla Commissione emerge un chiaro peggioramento dei conti pubblici per i singoli paesi e per l'insieme dell'area dell'euro. Nelle proiezioni il disavanzo di bilancio rispetto al PIL dell'area dell'euro è stato rivisto al rialzo di oltre 1 punto percentuale del PIL. Tre paesi dell'area dell'euro (Irlanda, Grecia e Spagna) registrerebbero rapporti disavanzo/PIL a due cifre nel 2009, mentre nell'esercizio previsivo della scorsa primavera questo era il caso solo dell'Irlanda.

Cinque paesi (Irlanda, Grecia, Spagna, Francia e Malta) sono già stati sottoposti nel corso dell'anno alla procedura per i disavanzi eccessivi nel quadro del meccanismo correttivo del Patto di

Tavola 9 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)				
	2007	2008	2009	2010
Commissione europea: esercizio previsivo dell'autunno 2009				
a. Entrate totali	45,4	44,8	44,0	43,7
b. Spese totali	46,0	46,8	50,4	50,5
di cui:				
c. Spese per interessi	2,9	3,0	3,0	3,2
d. Spese primarie (b - c)	43,1	43,8	47,4	47,4
Saldo di bilancio (a - b)	-0,6	-2,0	-6,4	-6,9
Saldo di bilancio primario (a - d)	2,4	1,0	-3,4	-3,7
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-1,8	-2,9	-5,0	-5,4
Debito lordo	66,0	69,3	78,2	84,0
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale annua)	2,8	0,6	-4,0	0,7

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

stabilità e crescita a seguito delle decisioni del Consiglio Ecofin sulla base dei risultati di bilancio del 2008. Il 2 dicembre 2009 il Consiglio Ecofin ha deciso in merito alla correzione dei disavanzi eccessivi per altri otto paesi, vale a dire Belgio, Germania, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia, e ha rivisto le raccomandazioni per Irlanda, Spagna e Francia. Per gran parte dei paesi i termini per la correzione dei disavanzi eccessivi sono stati fissati al 2012 e al 2013, mentre per l'Irlanda al 2014. Nei diversi paesi la correzione strutturale media annua richiesta nel periodo stabilito varia dallo 0,5 al 2,0 per cento del PIL.

La procedura per i disavanzi eccessivi relativa alla Grecia è stata avviata in aprile sulla base dei risultati di bilancio per il 2007 e il 2008. Tuttavia, nel contesto della notifica di ottobre 2009, la Grecia ha rivisto al rialzo il disavanzo rispetto al PIL del 2008 pubblicato in primavera di 2,7 punti percentuali, portandolo al 7,7 per cento del PIL. Le revisioni del disavanzo del 2008 sono imputabili principalmente a sussidi più elevati agli enti di previdenza e assistenza sociale a copertura di debiti pregressi degli ospedali pubblici. Inoltre, le entrate fiscali e i contributi previdenziali sono stati rivisti al ribasso. Di conseguenza, l'Eurostat ha espresso riserve sulla qualità dei dati riportati dalla Grecia, in ragione del grado significativo di incertezza che caratterizza le cifre comunicate dalle autorità statistiche di questo paese. Per il 2009 la Grecia ha rivisto al rialzo la proiezione relativa al disavanzo rispetto al PIL dal 6,0 per cento degli inizi di ottobre al 12,5 per cento della fine di ottobre, mentre la Commissione prevede un disavanzo del 12,7 per cento del PIL.

Nel contesto del rallentamento dell'attività economica, l'incremento dei disavanzi e gli interventi governativi in risposta alla crisi finanziaria alimentano il rapido aumento del rapporto debito/PIL. La Commissione prevede che il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL cresca vigorosamente dal 69,3 per cento del 2008 al 78,2 per cento nel 2009. I raccordi tra stock e flussi, che comprendono anche le ricapitalizzazioni bancarie e i prestiti alle imprese private, incidono per 0,6 punti percentuali sull'aumento complessivo del rapporto debito/PIL.

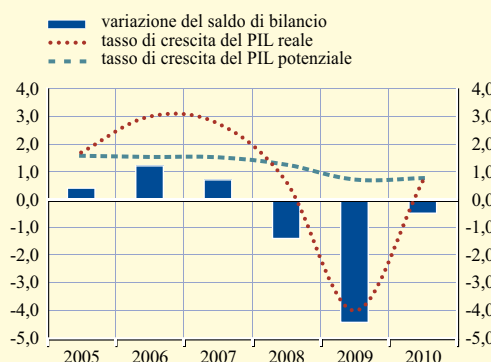
FATTORI ALLA BASE DEGLI ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2009

Il contestuale deterioramento del saldo di bilancio e del tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali dell'area dell'euro è chiaramente visibile nella figura 53a.

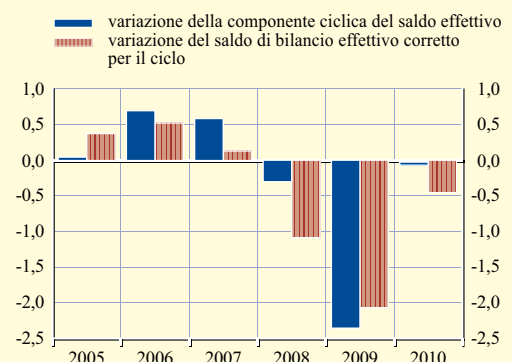
Figura 53 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)

a) Tasso di crescita del PIL reale e variazioni annue del saldo di bilancio



b) Variazioni annue del saldo di bilancio corretto per il ciclo e della componente ciclica del saldo effettivo



Fonti: Commissione europea (esercizio previsionale dell'autunno 2009) ed elaborazioni della BCE.

Tuttavia, l'analisi dei fattori sottostanti al peggioramento dei conti pubblici è resa più complessa dall'incertezza riguardante la distinzione tra effetti ciclici e tendenziali nei recenti andamenti economici. In particolare, poiché la distinzione tra effetti ciclici e non ciclici nelle variazioni effettive dei saldi di bilancio si fonda sull'individuazione dell'*output gap* in tempo reale, le stime presentate di seguito sono caratterizzate da un ampio margine di incertezza.

Tenendo presente questo motivo di cautela, sia il funzionamento degli stabilizzatori automatici sia l'orientamento espansivo della politica di bilancio adottato nel complesso dell'area dell'euro hanno esercitato un considerevole impatto negativo sul saldo di bilancio, come si evince nella figura 53b dal deterioramento della componente ciclica e del saldo corretto per il ciclo.

Più specificatamente, il rallentamento economico ha causato una riduzione delle basi imponibili e un incremento di prestazioni sociali e trasferimenti. Le minori entrate al di là del valore stimato delle elasticità fiscali hanno inoltre esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui disavanzi. Infine, una parte considerevole del peggioramento riflette sgravi fiscali praticati in numerosi paesi dell'area dell'euro e un tasso di crescita della spesa in termini strutturali superiore all'espansione tendenziale del PIL. La Commissione stima che nel 2009 le misure discrezionali siano pari all'1,3 per cento del PIL, riflettendo in parte i pacchetti di stimolo fiscale adottati in linea con il piano europeo di ripresa economica.

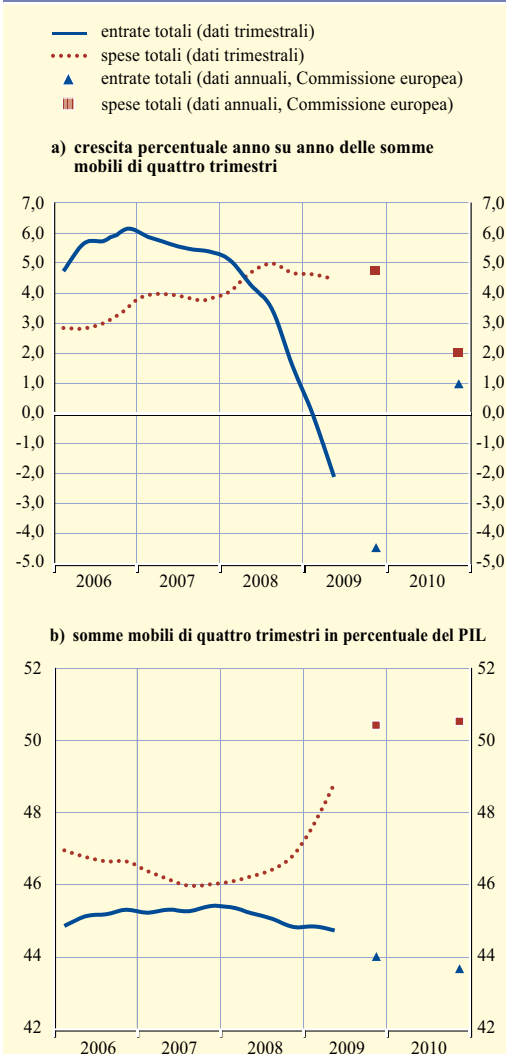
I dati trimestrali disponibili fino al secondo trimestre del 2009 mostrano una crescita delle entrate fortemente negativa, mentre la spesa ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto (cfr. figura 54a). Di conseguenza, il rapporto tra entrate e PIL è diminuito, mentre è aumentato quello tra spesa e PIL (cfr. figura 54b).

PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2010

In prospettiva, il differenziale tra crescita della spesa e delle entrate aumenterà fino alla fine del 2009 per poi restringersi nel 2010 (cfr. figura 54a).

Per il 2010 la Commissione prevede un ulteriore deterioramento del disavanzo medio dell'area dell'euro, che si collocherebbe quasi al 7 per cento del PIL. Sempre nello stesso anno tutti i paesi

Figura 54 Area dell'euro: statistiche trimestrali sui conti pubblici e previsioni



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, esercizio previsivo dell'autunno 2009 della Commissione europea. Note: le figure mostrano l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2006 al secondo trimestre del 2009, e le previsioni per il 2009 e il 2010 desunte dall'esercizio previsivo dell'autunno 2009 della Commissione europea.

dell'area dell'euro supererebbero il valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Il rapporto debito/PIL aumenterebbe ulteriormente di quasi 6 punti percentuali del PIL, all'84,0 per cento.

L'indebolimento della posizione di bilancio è riconducibile a un orientamento moderatamente espansivo della politica di bilancio, in parte per effetto degli interventi pubblici discrezionali programmati in alcuni paesi dell'area dell'euro. Secondo le proiezioni, anche la spesa per interessi aumenterebbe nel 2010. Poiché si prevede che la crescita del PIL in termini reali ritorni prossima al tasso potenziale (cfr. figura 53a), gli effetti degli stabilizzatori automatici dovrebbero essere trascurabili (cfr. figura 53b).

I principali rischi al ribasso relativi alle proiezioni del saldo di bilancio risiedono nella possibile lentezza della ripresa economica, nonché nell'eventualità che i governi non riescano ad avviare l'attuazione delle necessarie misure di risanamento nel 2010.

Possono emergere ulteriori pressioni sulla sostenibilità di lungo periodo, ad esempio a causa di un prolungato periodo di crescita potenziale più contenuta, di ulteriori costi connessi alle operazioni di salvataggio delle banche, nonché della mancata inversione delle misure di stimolo temporanee.

CONSIDERAZIONI SULLE POLITICHE DI BILANCIO

L'attuale evoluzione delle politiche di bilancio non è sostenibile. Le pressioni sulla sostenibilità dei conti pubblici derivanti dall'attuale contesto economico e finanziario sono accentuate dall'onere previsto per le finanze pubbliche per effetto dell'invecchiamento della popolazione. Queste pressioni sono ascrivibili, in particolare, all'aumento della spesa pubblica concernente i sistemi pensionistici a ripartizione e l'assistenza sanitaria in un contesto di rallentamento della crescita potenziale (cfr. riquadro 8).

I responsabili delle politiche devono assicurare che si preservi la fiducia dell'opinione pubblica nella sostenibilità delle finanze pubbliche. Ora che il più ampio contesto economico e finanziario sembra essersi stabilizzato, la principale sfida per la politica di bilancio è definire strategie di risanamento dei conti pubblici tempestive e credibili ("strategie di uscita") sulla base di ipotesi di crescita realistiche. Ogni paese dovrà quindi fissare obiettivi ambiziosi di risanamento dei conti pubblici in grado di assicurare una rapida correzione degli squilibri di bilancio. Questi obiettivi vanno sostenuti da misure di risanamento concrete che conducano a una sostanziale riduzione dei disavanzi e riescano a porre i rapporti debito/PIL su una traiettoria discendente. In molti paesi è necessario che il risanamento inizi nel 2010, mentre tutti i paesi dovrebbero adottare misure correttive nel 2011.

Lo sforzo di risanamento sarà necessariamente incentrato in particolar modo sulla spesa. Come già osservato, la crisi comporta un brusco incremento della spesa pubblica primaria (al netto della spesa per interessi) rispetto al PIL, solo in parte per effetto di misure di spesa discrezionali temporanee attuate in risposta al rallentamento economico. La maggior parte dell'incremento è dovuta alla reazione anelastica dei piani di spesa al prodotto di gran lunga inferiore alle attese. In prospettiva, le tendenze della spesa dovranno essere adeguate al mutato contesto economico in quanto i precedenti piani di spesa non sono più sostenibili. D'altro canto, considerata l'elevata pressione fiscale in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, eventuali aumenti delle aliquote fiscali rischiano di indurre distorsioni e di impedire la ripresa alquanto necessaria del potenziale di crescita economica.

L'applicazione coerente delle disposizioni del quadro di riferimento dell'UE per la sorveglianza dei conti pubblici, soprattutto per quanto concerne il meccanismo correttivo del Patto di stabilità e crescita, è una condizione essenziale per preservare la fiducia dell'opinione pubblica nella solidità delle attuali politiche. Il quadro di riferimento dell'UE per i conti pubblici è un elemento fonda-

tale della conduzione delle politiche economiche nell'UEM. Qualora si percepisse uno scarso rigore nell'attuazione delle regole tale da pregiudicare la lettera o lo spirito del quadro di riferimento, la fiducia dell'opinione pubblica nella solidità delle istituzioni preposte alla finanza pubblica dell'area dell'euro rischierebbe di essere minata. Ciò avverrebbe anche se si avvertissero carenze riguardanti l'affidabilità e la completezza dei dati sui conti pubblici.

Sebbene di recente le condizioni nei mercati finanziari per l'emissione del debito sovrano siano state relativamente favorevoli, tale circostanza non può essere data per scontata. L'ingente fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche comporta il rischio di innescare rapidi cambiamenti nel clima di fiducia. Questo potrebbe accadere, in particolare, se gli operatori di mercato dovessero percepire che le politiche non riescono a far fronte alle sfide per la sostenibilità delle finanze pubbliche. Oltre alle implicazioni per i tassi di interesse a medio e lungo termine e per i costi dell'indebitamento pubblico, gli investimenti privati sarebbero così frenati e si indebolirebbero quindi le basi per un ritorno a una crescita sostenuta.

Riquadro 8

IL RAPPORTO DEL 2009 SULLA SOSTENIBILITÀ PUBBLICATO DALLA COMMISSIONE EUROPEA

In ottobre la Commissione europea ha pubblicato il rapporto del 2009 sulla sostenibilità delle finanze pubbliche nell'UE-27 per il periodo 2008-2060¹⁾. Si tratta di un aggiornamento del primo rapporto sulla sostenibilità presentato dalla Commissione nel 2006²⁾. La valutazione dei rischi per la sostenibilità si basa su un'ampia gamma di indicatori che coprono, fra l'altro, i *sustainability gaps* e i rapporti debito pubblico/PIL. Ai relativi calcoli hanno contribuito le nuove proiezioni di lungo periodo della spesa pubblica connessa all'invecchiamento demografico³⁾ divulgate lo scorso aprile, nonché le previsioni economiche della primavera 2009 elaborate dalla Commissione. Il presente riquadro riassume la metodologia sottostante alla valutazione dei rischi per la sostenibilità e presenta i principali risultati del rapporto.

Metodologia adottata nella misurazione dei rischi per la sostenibilità

L'approccio della Commissione per valutare i rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche associa un'analisi quantitativa delle posizioni di bilancio pubblico a valutazioni qualitative derivanti da fonti aggiuntive di possibili pressioni sui conti pubblici. L'analisi quantitativa si fonda sul vincolo di bilancio intertemporale delle Amministrazioni pubbliche, vale a dire sul concetto che il debito pubblico attuale e futuro dovrà essere rimborsato mediante avanzi di bilancio futuri⁴⁾. L'approccio della Commissione dà luogo all'indicatore S2, che misura l'ammontare della correzione dei conti pubblici (aumento del gettito fiscale o riduzione della spesa pubblica) necessario per conseguire una posizione di bilancio sostenibile. Tale indicatore coglie, in particolare, due fonti di possibili lacune nel vincolo di bilancio intertemporale: 1) il differenziale tra il saldo di bilancio attuale e il saldo di bilancio necessario per stabilizzare il rapporto fra debito e PIL; 2) il differenziale aggiuntivo connesso agli incrementi previsti per la spesa pubblica connessa

1) Cfr. Commissione europea (2009), "Sustainability Report 2009", *European Economy*, 9/2009, Bruxelles.

2) Cfr. il riquadro *La sostenibilità fiscale di lungo periodo dell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2006 di questo Bollettino.

3) Cfr. il riquadro *Il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione: aggiornamento delle proiezioni per la spesa pubblica connessa all'evoluzione demografica* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino. Le proiezioni della spesa connessa all'invecchiamento demografico riguardano pensioni, assistenza sanitaria, cure a lungo termine, sussidi di disoccupazione e istruzione.

4) Per maggiori dettagli sulla valutazione della sostenibilità, cfr. Giammarioli, N., C. Nickel, P. Rother e J.-P. Vidal (2007), *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, Occasional Paper della BCE, n. 56, Francoforte sul Meno.

all'invecchiamento demografico fino al 2060 ⁵⁾. L'approccio della Commissione si basa sui saldi primari, al netto della spesa per interessi, e tiene conto dell'impatto del ciclo economico utilizzando saldi primari strutturali (corretti per il ciclo).

Il fatto che il calcolo degli indicatori di sostenibilità per il 2009 si fondi sulle stime di primavera per i saldi primari strutturali comporta un certo grado di incertezza dei risultati. In considerazione della crisi finanziaria e del rallentamento economico, l'incertezza sul livello e sul tasso di crescita del prodotto potenziale (e quindi sui saldi di bilancio strutturali) è particolarmente elevata al momento attuale. L'orizzonte di proiezione molto lungo accresce l'incertezza che caratterizza la valutazione.

Nella valutazione complessiva dei rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche dell'UE-27 il rapporto tiene conto anche di fattori qualitativi. Tra questi si annoverano, fra l'altro, la variazione prevista del saldo primario strutturale dal 2008 al 2010, il livello del rapporto tra debito pubblico e PIL nel 2009 e del rapporto tra imposte e PIL, nonché del rapporto tra l'assegno pensionistico medio e la retribuzione media nell'economia (tasso di sostituzione). Il rapporto tra imposte e PIL coglie il fatto che i paesi in cui questo dato è già elevato possono disporre di un margine di manovra ristretto nel migliorare la sostenibilità delle proprie finanze pubbliche, in quanto la loro capacità di innalzare ulteriormente le aliquote d'imposta potrebbe essere limitata per ragioni politiche. Si considera l'entità del tasso di sostituzione per tenere conto del fatto che i paesi con un basso livello di questo rapporto (rispetto ai redditi medi dell'economia) possono disporre di scarsi margini per riformare i propri sistemi di assistenza sociale attraverso ulteriori riduzioni del livello delle prestazioni.

I rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche hanno registrato un aumento significativo nell'area dell'euro

L'esito della classificazione dei paesi in categorie di rischio mostra che la metà dei 16 paesi dell'area dell'euro risulta a rischio elevato in termini di sostenibilità delle finanze pubbliche: Irlanda, Grecia, Spagna, Cipro, Malta, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia (cfr. tavola). Nella categoria a medio rischio rientrano Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria e Portogallo, mentre la Finlandia è l'unico paese dell'area dell'euro considerato a basso rischio. Rispetto al rapporto sulla sostenibilità del 2006, sono stati classificati in una categoria di rischio superiore Irlanda, Spagna, Malta, Paesi Bassi, Austria e Slovacchia, per effetto prevalentemente del deterioramento della loro posizione di bilancio attuale.

Come riportato nella tavola, le determinanti quantitative di fondo dei *sustainability gaps* individuati, vale a dire i differenziali derivanti dalla posizione di bilancio iniziale e dall'incremento previsto per i costi imputabili all'invecchiamento demografico, presentano differenze significative tra i paesi dell'area dell'euro. La tavola mostra anche che per stabilizzare il rapporto debito/PIL, l'attuale saldo primario strutturale potrebbe necessitare di una correzione notevole, pari a oltre 8 punti percentuali del PIL. A sua volta, la correzione del saldo primario strutturale necessaria per far fronte agli incrementi previsti della spesa connessa all'evoluzione demografica potrebbe raggiungere quasi 13 punti percentuali del PIL.

5) Per una rassegna dei modelli sottostanti alle proiezioni relative alle pensioni, cfr. Comitato per la politica economica (Gruppo di lavoro sull'invecchiamento) e Direzione generale per gli affari economici e finanziari (2009), *Pension schemes and pension projections in the EU27 Member States – 2008-2060*, volume I, Occasional Paper della Commissione europea, n. 56, Bruxelles.

Valutazione complessiva del rischio per la sostenibilità e principali fattori sottostanti considerati

	Sustainability gap indicator S2				Selezione di indicatori qualitativi per la valutazione di ulteriori fonti di pressioni sui bilanci pubblici	Valutazione complessiva del rischio per la sostenibilità	
	Correzione del saldo primario strutturale necessaria a:		Totale	Valutazione complessiva dei rischio in base all'indicatore S2			per memoria:
	stabilizzare il rapporto debito/PIL data la posizione iniziale di bilancio	compensare la variazione nel lungo termine del saldo primario dovuta all'invecchiamento					
	(1)	(2)					
Belgio	0,6	4,8	5,3	medio	pressione fiscale (-)	medio	medio
Germania	0,9	3,3	4,2	medio	variazione del saldo primario strutturale (-)	medio	medio
Irlanda	8,3	6,7	15,0	alto	variazione del saldo primario strutturale (-)	alto	medio
Grecia	2,6	11,5	14,1	alto		alto	alto
Spagna	6,1	5,7	11,8	alto	variazione del saldo primario strutturale (-)	alto	medio
Francia	3,8	1,8	5,6	medio		medio	medio
Italia	-0,1	1,5	1,4	basso	rapporto debito/PIL molto elevato (-) pressione fiscale (-)	medio	medio
Cipro	0,5	8,3	8,8	alto	variazione del saldo primario strutturale (-)	alto	alto
Lussemburgo	-0,4	12,9	12,5	alto	rapporto debito/PIL molto basso (+)	medio	medio
Malta	1,4	5,7	7,0	alto		alto	medio
Paesi Bassi	1,9	5,0	6,9	alto	variazione del saldo primario strutturale (-)	alto	basso
Austria	1,6	3,1	4,7	medio	tasso di sostituzione (-)	medio	basso
Portogallo	3,7	1,9	5,5	medio	tasso di sostituzione (-)	medio	alto
Slovenia	3,9	8,3	12,2	alto	variazione del saldo primario strutturale (-)	alto	alto
Slovacchia	4,5	2,9	7,4	alto		alto	medio
Finlandia	-0,5	4,5	4,0	medio	rapporto debito/PIL basso (+) variazione del saldo primario strutturale (-)	basso	basso

Fonte: Commissione europea.

Note: per ciò che attiene agli indicatori qualitativi, la variazione nel saldo primario strutturale si riferisce al periodo 2008-2010. La lista di indicatori qualitativi passati in rassegna nella tavola non è esaustiva; la valutazione del rapporto debito/PIL nel 2009 viene riportata soltanto laddove contribuisce a spiegare le differenze esistenti fra la valutazione del rischio in base all'indicatore S2 e la valutazione complessiva del rischio per la sostenibilità. Il fattore contrassegnato con (-) tende ad accrescere il rischio per la sostenibilità nel lungo termine, mentre quello contrassegnato con (+) tende a ridurlo.

Una forte necessità di riforme strutturali e risanamento dei conti pubblici

Il rapporto fornisce una valutazione essenziale e bilanciata dei rischi per la sostenibilità nell'UE-27, rischi talmente significativi che “la sostenibilità del debito dovrebbe assumere un ruolo esplicito e di estrema preminenza nelle procedure di sorveglianza” previste dal Patto di stabilità e crescita. Sebbene siano soggetti a un grado elevato di incertezza e non tengano conto delle misure di risanamento programmate, i risultati offrono evidenza di un rapido aumento dei rischi per la sostenibilità delle finanze pubbliche. In particolare, per effetto della crisi finanziaria e del rallentamento economico, le posizioni iniziali di tutti i paesi sono già notevolmente peggiorate. La valutazione non tiene conto esplicitamente dell'accresciuta entità delle passività potenziali

dei paesi associata alla stabilizzazione del sistema bancario durante la crisi attuale, il che significa che potrebbe sottostimare la portata delle sfide per la sostenibilità.

In novembre il Consiglio Ecofin ha adottato le sue conclusioni in merito al rapporto del 2009 sulla sostenibilità. Riconoscendo il “grado di incertezza insolitamente elevato” che caratterizza le posizioni di bilancio strutturali e le proiezioni di bilancio a lungo termine, ha concluso che il deterioramento connesso alla crisi delle finanze pubbliche “accresce notevolmente le sfide in materia di sostenibilità”. Il Consiglio ha pertanto chiesto che queste sfide siano affrontate mediante un’attuazione determinata della strategia tripartita decisa al Consiglio europeo di Stoccolma del 2001, costituita da a) riduzione del disavanzo e del debito; b) aumento dei tassi di occupazione; c) riforma dei sistemi di protezione sociale.

I risultati del rapporto sulla sostenibilità andrebbero considerati come un segnale d’allarme per la gravità delle sfide riguardanti la sostenibilità dei conti pubblici. Mettono in risalto l’urgente necessità di predisporre e comunicare strategie di uscita e risanamento dei conti pubblici ambiziose al fine di ritornare a solide posizioni di bilancio.

6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2009, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. In linea con le prospettive di una lenta ripresa dell'economia mondiale, la crescita del PIL in termini reali si porterebbe, in media d'anno, fra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, per poi collocarsi in un intervallo dello 0,1-1,5 per cento nel 2010 e dello 0,2-2,2 nel 2011. L'inflazione resterebbe moderata nell'orizzonte temporale della proiezione, essendo frenata dalle condizioni di debolezza dell'area dell'euro. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si situerebbe intorno allo 0,3 per cento nella media del 2009, per poi salire allo 0,9-1,7 per cento nel 2010 e allo 0,8-2,0 l'anno seguente.

Riquadro 9

IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato al 12 novembre 2009¹⁾. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a 3 mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio complessivo dei tassi a breve dell'1,2 per cento nel 2009 e nel 2010; per il 2011 si assume poi un aumento al 2,4 per cento. Le aspettative sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,0 per cento nel 2009 e un lieve incremento al 4,1 nel 2010 e al 4,6 nel 2011. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto dei recenti miglioramenti delle condizioni di finanziamento e incorpora l'ipotesi che i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi menzionati si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale di riferimento. Allo stesso modo, le condizioni di erogazione del credito dovrebbero allentarsi gradualmente nel periodo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 12 novembre, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 62,2 dollari al barile nel 2009, a 81,4 nel 2010 e a 85,9 nel 2011. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, sono diminuiti significativamente nel 2009, del 22,3 per cento in base alle stime, ma si ipotizza che nel 2010 aumentino del 24,7 per cento, per poi registrare nel 2011 un più modesto rialzo, del 4,0 per cento.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si assume che restino invariati nell'arco temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 novembre. Tale ipotesi implica

1) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del 2011; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al termine del 2010 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel relativo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che prevede una correzione per tenere conto di eventi straordinari, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel relativo sito Internet.

che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,39 nel 2009 e a 1,49 nei due anni successivi e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si apprezzi, in media, dello 0,8 per cento nel 2009 e di un ulteriore 2,2 per cento nel 2010.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 20 novembre e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Le prospettive per l'economia mondiale continuano a indicare un miglioramento e nel secondo trimestre del 2009 è stato raggiunto il punto di svolta verso la ripresa. Nel breve periodo il recupero dell'attività dovrebbe risultare discontinuo, essendo determinato principalmente dall'impatto degli interventi di stimolo monetario e fiscale, dall'accelerazione del commercio e dal ciclo delle scorte. Sebbene alcuni di questi fattori abbiano solo effetti temporanei, ci si attende che il graduale miglioramento delle condizioni di finanziamento fornisca un sostegno più duraturo alla ripresa prevista per l'economia mondiale. Nel complesso, la crescita globale dovrebbe rimanere inferiore ai livelli passati nell'intero arco temporale della proiezione, poiché le economie avanzate in particolare registrano un recupero modesto, a seguito del persistente impatto della crisi. Secondo le stime, il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si è contratto dello 0,6 per cento nella media del 2009, ma per i due anni successivi si ipotizza un'espansione del 3,5 e del 3,9 per cento, rispettivamente. La crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area è diminuita in misura più significativa nel 2009, al -12,2 per cento in base alle stime, ma dovrebbe risalire al 4,2 per cento nel 2010 e al 4,7 nel 2011.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è tornata in territorio positivo nel terzo trimestre del 2009, segnando per la prima volta un aumento dal primo trimestre del 2008. Le evidenze disponibili suggeriscono che alcuni fattori, fra i quali le misure di stimolo fiscale, il ciclo delle scorte e l'accelerazione del commercio, possano avere favorito la crescita. Quando agli inizi del 2010 tali fattori, in parte di carattere temporaneo, verranno meno, l'espansione del PIL dovrebbe ridursi nuovamente. Per tutto il periodo della proiezione fino al 2011 l'attività economica dovrebbe beneficiare gradualmente dell'andamento delle esportazioni e del rafforzamento della domanda interna. Gli effetti ritardati degli interventi di politica monetaria e delle significative misure di ripristino del funzionamento del sistema finanziario sostengono la ripresa nell'arco temporale considerato. Tuttavia, ci si attende che la crescita resti su livelli inferiori rispetto a quelli precedenti alla recessione, data l'esigenza di risanamento dei bilanci in diversi settori e l'effetto di contenimento sui consumi esercitato dalle prospettive sfavorevoli per il mercato del lavoro. Dopo un aumento dello 0,5 per cento nella media del 2008, la crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in un intervallo compreso fra il -4,1 e il -3,9 per cento nel 2009, per poi recuperare allo 0,1-1,5 per cento nel 2010 e allo 0,2-2,2 nel 2011.

Esaminando più in particolare le componenti interne del PIL, gli investimenti totali dovrebbero contrarsi, seppure a un ritmo ridotto, fino agli inizi del 2011. Gli investimenti privati esclusi quelli nell'edilizia residenziale risentirebbero del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della debolezza della domanda, dell'elevata incertezza e dei profitti contenuti. Gli investimenti in edilizia residenziale sarebbero frenati, secondo le proiezioni, dagli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari in alcuni paesi. In linea con le misure di stimolo fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici in termini reali aumentino considerevolmente nel 2009 e nel 2010, per poi contrarsi l'anno seguente.

Tavola 10 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue) ^{1), 2)}

	2008	2009	2010	2011
IAPC	3,3	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0
PIL in termini reali	0,5	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
Consumi privati	0,4	-1,2 - -1,0	-0,2 - 0,8	0,2 - 1,8
Consumi collettivi	2,0	2,2 - 3,0	0,5 - 1,7	0,4 - 1,8
Investimenti fissi lordi	-0,6	-11,3 - -10,5	-3,1 - -0,1	-1,7 - 2,3
Esportazioni (beni e servizi)	0,8	-14,5 - -12,5	0,6 - 5,6	0,7 - 6,5
Importazioni (beni e servizi)	0,9	-12,6 - -11,0	0,4 - 4,6	0,8 - 5,4

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti tengono conto dei dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati includono la Slovacchia già nel 2008, ad eccezione di quelli sullo IAPC che comprendono la Slovacchia soltanto dal 2009. Le variazioni percentuali annue per il 2009 sono calcolate sulla base di una composizione dell'area che include la Slovacchia sia nel 2008 sia nel 2009.

Anche per la crescita dei consumi privati ci si attende un andamento contenuto. I redditi da lavoro in termini reali dovrebbero ridursi per la maggior parte del periodo considerato, nonostante il sostegno ai redditi reali proveniente da incrementi salariali moderati, bassa inflazione e trasferimenti pubblici. Inoltre, l'aumento del risparmio precauzionale osservato nel corso del 2009 – in un contesto di incertezza economica, incremento della disoccupazione e moderazione dei prezzi delle abitazioni – sarebbe riassorbito solo in certa misura nell'orizzonte temporale di riferimento.

Dopo la netta flessione osservata al volgere dell'anno, le esportazioni dell'area dell'euro hanno iniziato a risalire a metà del 2009. Secondo le proiezioni, dovrebbero recuperare gradualmente grazie al sostegno della crescita della domanda esterna, malgrado alcuni riflessi negativi della competitività di prezzo. Le importazioni dell'area sono scese sensibilmente nel corso del 2009, ma dovrebbero riprendere ad aumentare nei due anni successivi, con l'incremento della domanda finale. Poiché il calo delle esportazioni è più accentuato di quello delle importazioni per il 2009, l'interscambio netto contribuisce notevolmente alla diminuzione del PIL nello stesso anno, mentre a partire dal 2010 dovrebbe incidere in misura lievemente positiva.

Per effetto dell'aggiustamento ritardato alla brusca flessione del prodotto osservata fino alla metà del 2009 e della prevista debolezza dell'attività economica, le ore totali lavorate nell'area dell'euro dovrebbero diminuire fino al 2011. Inizialmente tale aggiustamento si manifesta soprattutto attraverso una riduzione delle ore *pro capite*, ma in seguito inciderebbe in misura crescente sul numero degli occupati. Anche la domanda di lavoro dovrebbe essere frenata da rigidità al ribasso dei salari in un contesto di netta contrazione dell'attività. In linea con il calo dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare nell'arco temporale considerato.

In base alle attese, nel periodo di riferimento la crisi dovrebbe deprimere il potenziale di crescita, la cui diminuzione riflette l'inevitabile aumento della disoccupazione strutturale, i tassi di partecipazione più bassi e la forte contrazione degli investimenti, che graverà sulla formazione di capitale. Nondimeno, l'entità di questi effetti è molto dubbia e le proiezioni sul potenziale di crescita, e quindi sull'*output gap*, sono caratterizzate da un grado di incertezza eccezionalmente elevato. Tuttavia, la stima dell'*output gap* rimarrebbe marcatamente negativa nell'orizzonte temporale considerato ²⁾.

2) Cfr. il riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

Tavola II Confronto con le proiezioni di settembre 2009

(variazioni percentuali; medie annue)

	2009	2010
PIL in termini reali - settembre 2009	-4,4--3,8	-0,5-0,9
PIL in termini reali - dicembre 2009	-4,1--3,9	0,1-1,5
IAPC - settembre 2009	0,2-0,6	0,8-1,6
IAPC - dicembre 2009	0,3-0,3	0,9-1,7

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Dopo avere toccato il minimo del -0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC dovrebbe registrare nuovamente un valore positivo nel quarto trimestre dell'anno. Questo andamento è ascrivibile in prevalenza ai forti effetti base derivanti dai passati ribassi dei prezzi delle materie prime. In seguito l'inflazione resterebbe moderata, essendo frenata dalla debolezza dell'area dell'euro. Il tasso di inflazione è stimato, in media d'anno, a circa lo 0,3 per cento nel 2009 e in base alle proiezioni dovrebbe aumentare allo 0,9-1,7 per cento nel 2010 e allo 0,8-2,0 nel 2011. Il tasso annuo di variazione dello IAPC al netto dell'energia dovrebbe evidenziare un profilo decrescente fino al 2010, sulla scorta della debolezza della domanda aggregata, per poi mantenersi su livelli contenuti nel 2011.

Più specificamente ci si attende che l'attenuazione delle pressioni esterne sui prezzi osservata nel 2009 subisca un'inversione nel prossimo futuro, riflettendo principalmente il profilo ipotizzato per le quotazioni delle materie prime, ma anche l'incremento dei prezzi della concorrenza. Quanto alle pressioni interne sui prezzi, le tensioni sui salari si sono ridimensionate notevolmente nel corso del 2009, a seguito del peggioramento nel mercato del lavoro e del calo dell'inflazione. In prospettiva, la dinamica salariale dovrebbe rimanere contenuta. Tuttavia, la crescita annua del costo del lavoro per unità di prodotto è salita nettamente nel 2009, soprattutto a causa della flessione della produttività e della lenta reazione delle retribuzioni alla caduta dell'attività economica. In futuro, dato che la produttività dovrebbe tornare ad aumentare con il miglioramento ciclico, il costo unitario del lavoro scenderebbe nel 2010, per poi risalire solo moderatamente nel 2011. I margini di profitto hanno assorbito in larga misura il brusco incremento del costo unitario del lavoro nel 2009, ma riprenderebbero ad ampliarsi nell'ultima fase del periodo di riferimento poiché le imprese, con la graduale accelerazione dell'attività, cercheranno di recuperare in parte le riduzioni precedenti.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2009

Per quanto concerne la crescita del PIL in termini reali, l'intervallo di valori previsto per il 2009 è stato ridotto lievemente rispetto a quello pubblicato nel numero di settembre 2009 del Bollettino e l'intervallo per il 2010 è stato corretto verso l'alto, in parte per effetto delle revisioni della fine del 2009.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, il dato per il 2009 rientra nell'intervallo pubblicato a settembre, mentre quello per il 2010 è in certa misura più elevato.

Riquadro 10**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI**

Alcune organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né

con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2009	2010	2011	2009	2010	2011
FMI	ottobre 2009	-4,2	0,3	1,3	0,3	0,8	0,8
Survey of Professional Forecasters	ottobre 2009	-3,9	1,0	1,6	0,3	1,2	1,6
Commissione europea	novembre 2009	-4,0	0,7	1,5	0,3	1,1	1,5
Consensus Economics Forecasts	novembre 2009	-3,8	1,2	1,5	0,3	1,1	1,5
OCSE	novembre 2009	-4,0	0,9	1,7	0,2	0,9	0,7
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2009	-4,1 - -3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2	0,3 - 0,3	0,9 - 1,7	0,8 - 2,0

Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2009; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2009; *Economic Outlook* dell'OCSE, n. 83 - versione preliminare, novembre 2009; *Consensus Economics Forecasts*; *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni, non viene fornita alcuna precisazione in merito.

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il PIL in termini reali dell'area dell'euro si ridurrebbe del 3,8-4,2 per cento nel 2009; in seguito la crescita del prodotto si riporterebbe su livelli positivi, compresi tra lo 0,3 e l'1,2 per cento nel 2010 e tra l'1,3 e l'1,7 nel 2011. Tutte le previsioni sono sostanzialmente in linea con gli intervalli di valori delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema.

Le previsioni per l'inflazione misurata sullo IAPC, diffuse dalle altre organizzazioni, anticipano un tasso medio annuo dello 0,2-0,3 per cento nel 2009, dello 0,8-1,2 per cento nel 2010 e dello 0,7-1,6 nel 2011. Tali previsioni sono essenzialmente in linea con gli intervalli di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

7 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

7.1 TASSI DI CAMBIO

L'ulteriore normalizzarsi delle condizioni nei mercati finanziari avrebbe concorso al rafforzamento dell'euro in termini effettivi nominali negli ultimi tre mesi. Tale risultato rispecchia soprattutto il rafforzamento della moneta unica sul dollaro statunitense, la sterlina britannica e le principali valute asiatiche agganciate a quella statunitense. Nello stesso periodo la volatilità implicita di alcuni cambi principali ha smesso di diminuire e in molti casi è persino aumentata, soprattutto sulle scadenze più lunghe.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Da marzo le condizioni dei mercati finanziari mondiali si sono gradualmente normalizzate, come mostra il diffuso calo dei differenziali e delle volatilità implicite. Questa normalizzazione avrebbe determinato un'inversione dei flussi verso il dollaro statunitense collegati alla crisi e di conseguenza concorso al forte apprezzamento dell'euro sul dollaro tra marzo e agosto. L'apprezzamento dell'euro è proseguito negli ultimi tre mesi e il 2 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era superiore del 2,2 per cento rispetto a fine agosto (cfr. figura 55). Tale andamento è stato trainato in particolare dal rafforzamento della moneta unica europea sul dollaro statunitense, la sterlina britannica e le principali divise asiatiche agganciate a quella statunitense (cfr. figura 55). Questo periodo avrebbe visto un rinnovato ricorso a strategie di *carry trade*, che sono di norma associate a periodi di bassi livelli delle volatilità implicite a breve termine. Tuttavia, più di recente, le volatilità implicite di alcuni tassi di cambio principali hanno smesso di diminuire e, in molti casi, sono addirittura aumentate (cfr. figura 57), soprattutto sulle scadenze più lunghe.

Con riferimento agli indicatori della competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a novembre il tasso di cambio effettivo reale dell'euro basato sui prezzi al consumo

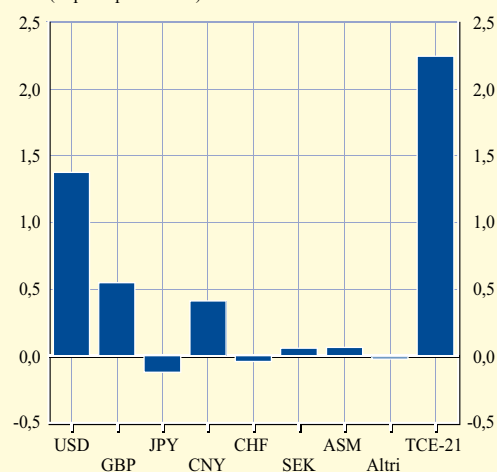
Figura 55 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21) e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale (TCE-21)²⁾

Dal 31 agosto al 2 dicembre 2009
(in punti percentuali)



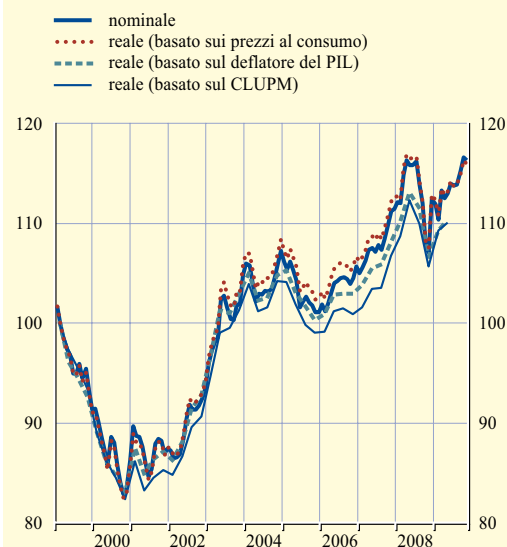
Fonte: BCE.

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

2) I contributi alle variazioni del TCE-21 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati Membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato delle valute 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 relativi a ciascun paese nell'indice TCE-21.

Figura 56 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale (TCE-21) ¹⁾

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-21 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a novembre 2009. Per il TCE-21 reale basato sul CLUPM e sul deflatore del PIL, l'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2009 ed è parzialmente basata su stime.

era superiore del 2,1 per cento rispetto al livello medio del 2008 (cfr. figura 56).

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

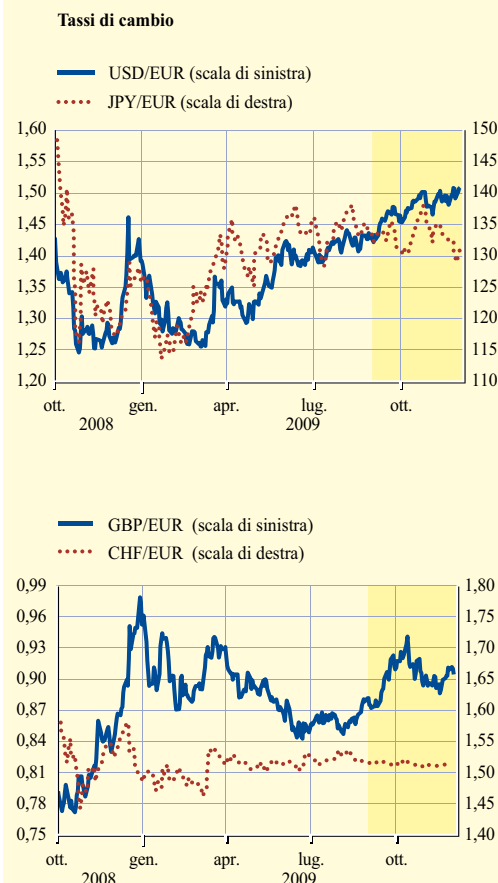
Negli ultimi tre mesi l'euro ha continuato a rafforzarsi nei confronti del dollaro statunitense (cfr. figura 57). Allo stesso tempo la volatilità implicita del cambio dollaro/euro, su orizzonti temporali diversi, è lievemente aumentata. Il 2 dicembre la moneta unica è stata scambiata a 1,51 dollari, un valore superiore del 5,7 per cento a quello di fine agosto e del 2,6 per cento alla media del 2008.

YEN GIAPPONESE/EURO

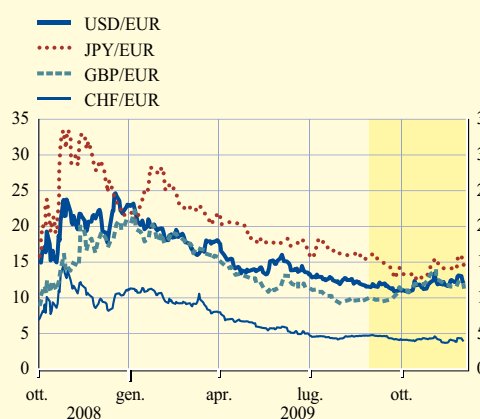
Con la stabilizzazione dei mercati finanziari a partire da marzo 2009, anche l'euro si è, in una certa misura, stabilizzato rispetto allo yen oscillando entro un intervallo compreso tra 125 e 138 yen. Negli ultimi tre mesi le oscillazioni del tasso di cambio si sono ulteriormente ridotte mentre le volatilità implicite per un'ampia gamma di scadenze sono diminuite lievemente.

Figura 57 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)



Volatilità implicite dei tassi di cambio (tre mesi)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: l'area ombreggiata si riferisce al periodo 31 agosto 2009 - 2 dicembre 2009.

te, avvicinandosi al loro livello medio di lungo periodo (cfr. figura 57). Il 2 dicembre l'euro è stato quotato 131,6 yen, un livello inferiore dell'1,2 per cento a quello di fine agosto e del 13,7 rispetto alla media del 2008.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli ultimi tre mesi gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile rispetto all'euro, ed è stata scambiata a livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 58). 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, negli ultimi tre mesi l'euro ha continuato a rafforzarsi sulla sterlina britannica e il 2 dicembre era scambiato a 0,90 sterline, un livello superiore del 2,6 per cento a quello di fine agosto e del 13,5 per cento alla media del 2008. Da fine agosto la volatilità implicita (a tre mesi) del tasso di cambio con la sterlina è salita notevolmente al di sopra della media di lungo periodo, pur mantenendosi inferiore ai recenti valori massimi (cfr. figura 57). Nello stesso periodo l'euro si è apprezzato sulla corona ceca, dopo essere calato quasi ininterrottamente dai primi di marzo, mentre è rimasto sostanzialmente invariato rispetto allo zloty polacco e al fiorino ungherese. Ha, inoltre, guadagnato l'1,2 per cento sulla corona svedese.

ALTRE VALUTE

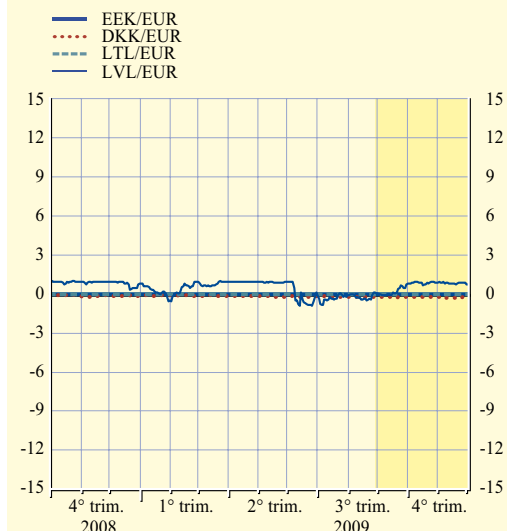
Da marzo l'euro si è stabilizzato nei confronti del franco svizzero, oscillando entro un intervallo compreso tra 1,50 e 1,54 franchi, in presenza di indicazioni di mercato relative a interventi delle autorità monetarie elvetiche sui mercati valutari per contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale. Negli ultimi tre mesi la volatilità implicita a un anno è rimasta sostanzialmente invariata su livelli prossimi alla media di lungo periodo, mentre su orizzonti temporali più brevi è scesa ulteriormente al di sotto delle rispettive medie storiche. Come riflesso della modifica del regime valutario del renminbi nell'estate del 2008, che ha comportato il passaggio dalla parità mobile (*crawling peg*) a un regime di cambio fisso con il dollaro statunitense, il tasso di cambio della moneta cinese rispetto all'euro ha seguito da vicino quello del dollaro con l'euro. Di conseguenza, negli ultimi tre mesi l'euro si è rafforzato del 5,7 per cento sul renminbi.

7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel terzo trimestre del 2009 le esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area dell'euro hanno iniziato a riprendersi, dopo un calo protrattosi per tre trimestri. Anche le importazioni di beni e servizi

Figura 58 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

si sono stabilizzate, ma non hanno tenuto il passo delle esportazioni. Tali andamenti hanno concorso a ridurre ulteriormente il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area, che in settembre è sceso a 91,6 miliardi di euro (1,0 per cento del PIL) dai 105,9 di un anno prima. Per quanto riguarda il conto finanziario, nei tre mesi fino a settembre l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per titoli azionari e moderati deflussi netti per obbligazioni e note. È probabile che il rinnovato interesse verso i titoli azionari dell'area derivi da una revisione delle scelte di portafoglio da parte degli investitori esteri.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

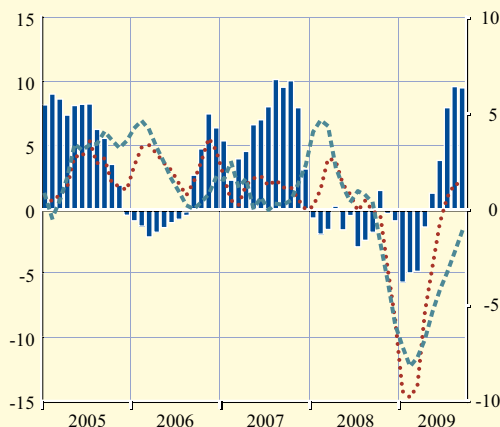
Dopo la brusca contrazione al volgere dell'anno e l'ulteriore lieve calo nel secondo trimestre del 2009, le esportazioni di beni e servizi verso l'esterno dell'area dell'euro hanno ricominciato a crescere: nel terzo trimestre sono salite dell'1,4 per cento (cfr. tavola 12). La ripresa ha riguardato in particolare la componente dei beni, sorretta dal miglioramento della domanda estera (cfr. figura 59), in linea con la conclusione della fase discendente dell'attività economica nei principali mercati di esportazione e con la ricostituzione delle scorte da parte delle imprese, come si evince dal rialzo delle esportazioni di beni intermedi. Le esportazioni dell'area hanno beneficiato della ripresa della domanda proveniente dall'Asia, mentre i flussi verso il Regno Unito e gli altri Stati membri dell'UE si sono stabilizzati (cfr. figura 60). Lo stimolo alla domanda estera è stato lievemente smorzato dall'impatto negativo della perdita di competitività di prezzo delle esportazioni, conseguente al generale apprezzamento dell'euro in atto da marzo 2009.

Le importazioni di beni e servizi dall'esterno dell'area hanno continuato a segnare un ritardo rispetto alla dinamica delle esportazioni e nel terzo trimestre sono diminuite ulteriormente

Figura 59 Interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro

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

- saldo dei beni (scala di destra)
- ... esportazioni di beni (scala di sinistra)
- importazioni di beni (scala di sinistra)

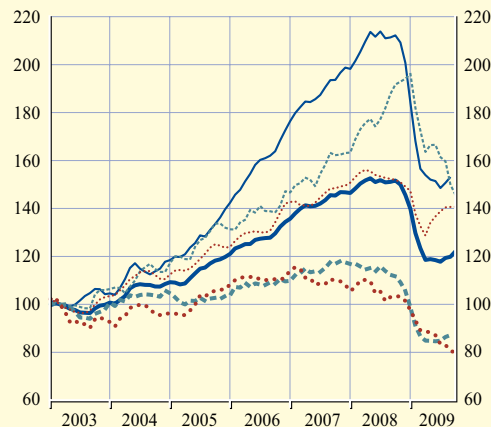


Fonte: BCE.

Figura 60 Esportazioni in volume verso alcuni partner commerciali all'esterno dell'area dell'euro

(indice: 1° trim. 2003=100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)

- totale delle esportazioni
- ... Stati Uniti
- Regno Unito
- Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro
- ... Asia
- OPEC



Fonti: Eurostar ed elaborazioni della BCE.

Note: le osservazioni più recenti si riferiscono a settembre 2009, tranne che per i paesi esterni all'area dell'euro e il Regno Unito (luglio 2009). L'aggregato degli stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro non comprende Danimarca, Svezia e Regno Unito.

Tavola 12 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Medie mobili di 3 mesi dati terminanti in						Dati cumulati sui 12 mesi terminanti in	
	2009 ago.	2009 set.	2008 dic.	2009 mar.	2009 giu.	2009 set.	2008 set.	2009 set.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	0,6	-5,4	-14,3	-12,5	-3,9	0,1	-105,9	-91,6
Beni	5,5	4,0	-0,6	-3,2	2,5	6,3	-1,5	15,1
Esportazioni	105,3	106,5	122,8	105,9	104,7	106,7	1.591,7	1.320,3
Importazioni	99,8	102,4	123,4	109,1	102,2	100,4	1.593,2	1.305,2
Servizi	2,3	1,3	2,5	1,9	1,9	2,2	44,8	25,6
Esportazioni	38,6	38,5	41,9	39,8	38,4	38,4	510,1	475,4
Importazioni	36,2	37,3	39,4	37,9	36,5	36,2	465,2	449,8
Redditi	-0,3	-4,1	-7,3	-3,0	-1,9	-1,9	-55,0	-42,2
Trasferimenti correnti	-6,9	-6,5	-8,9	-8,1	-6,4	-6,6	-94,2	-90,1
Conto finanziario ¹⁾	-5,5	10,1	13,8	18,6	3,4	-1,7	127,4	102,3
Investimenti diretti e di portafoglio	48,9	28,0	30,5	23,7	32,5	27,5	81,8	342,6
Investimenti diretti	2,8	-25,7	-20,4	-19,6	-0,2	-4,8	-103,4	-134,9
Investimenti di portafoglio	46,1	53,7	50,9	43,3	32,7	32,3	185,2	477,5
Azioni	31,6	-4,6	-14,2	-4,4	13,3	18,2	45,6	38,5
Strumenti di debito	14,5	58,3	65,1	47,7	19,4	14,1	139,7	439,0
Obbligazioni e note	1,0	34,1	13,0	48,8	8,9	-3,4	113,4	202,1
Strumenti del mercato monetario	13,5	24,2	52,1	-1,2	10,5	17,5	26,3	236,9
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	-1,8	0,8	-6,9	-11,6	-1,8	1,4	6,3	-14,6
Importazioni	1,5	2,7	-7,1	-9,7	-5,6	-1,5	9,6	-14,7
Beni								
Esportazioni	-2,8	1,1	-8,7	-13,8	-1,1	1,9	6,1	-17,1
Importazioni	0,8	2,7	-9,0	-11,6	-6,3	-1,8	10,2	-18,1
Servizi								
Esportazioni	1,1	0,0	-1,1	-5,0	-3,6	0,1	6,8	-6,8
Importazioni	3,5	2,8	-0,3	-3,7	-3,7	-0,9	7,7	-3,3

Fonte: BCE.

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

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

(dell'1,5 per cento). La scomposizione dell'interscambio di beni in prezzi e volumi, disponibile fino ad agosto, mostra che tale risultato va ricondotto in larga parte all'andamento delle importazioni in volume. Nonostante la recente crescita della produzione industriale, le importazioni di beni sono scese ulteriormente, di riflesso alla debolezza della domanda interna dell'area dell'euro.

A seguito dei suddetti andamenti dell'interscambio con l'esterno dell'area, in settembre il saldo cumulato su 12 mesi del conto dei beni è migliorato ulteriormente e ha registrato un avanzo per il terzo mese consecutivo (cfr. figura 61). Assieme al minore disavanzo nei redditi e nei trasferimenti correnti, questo ha concorso a ridurre ancora il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area dell'euro, sceso a 91,6 miliardi di euro (circa l'1,0 per cento del PIL) dai 105,9 di un anno prima. Questi importi recepiscono anche i recenti cambiamenti metodologici nella compilazione delle statistiche della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11).

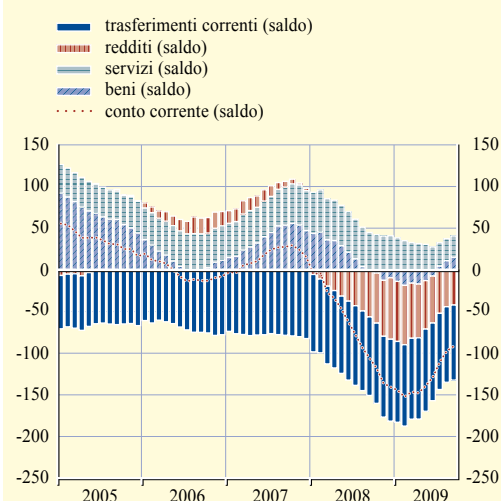
Gli indicatori disponibili prospettano una prosecuzione della graduale ripresa delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro nel breve periodo. A novembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro ha messo a segno il nono aumento consecutivo, collocandosi ben al di sopra del valore soglia fra contrazione ed espansione fissato a 50. Poiché tuttavia la recente ripresa dell'interscambio mondiale, e di conseguenza della domanda estera, ha riflesso in parte l'impatto positivo di fattori temporanei (quali gli stimoli fiscali, che hanno favorito la domanda di beni durevoli e in particolare di autovetture, e il ciclo delle scorte), la loro attenuazione potrebbe comportare una lieve perdita di slancio.

CONTO FINANZIARIO

Nel terzo trimestre i residenti dell'area dell'euro hanno continuato ad accrescere gli acquisti netti di titoli di debito esteri, mentre hanno ridimensionato quelli di azioni estere. Al tempo stesso gli investimenti dei non residenti nell'area dell'euro sono aumentati e hanno continuato a evidenziare una ricomposizione a favore delle azioni e a scapito dei titoli di debito a lungo termine. Tali andamenti hanno determinato afflussi netti per titoli azionari e moderati deflussi netti per obbligazioni e *note* nei tre mesi fino a settembre (cfr. figura 62).

Figura 61 Principali componenti del conto corrente

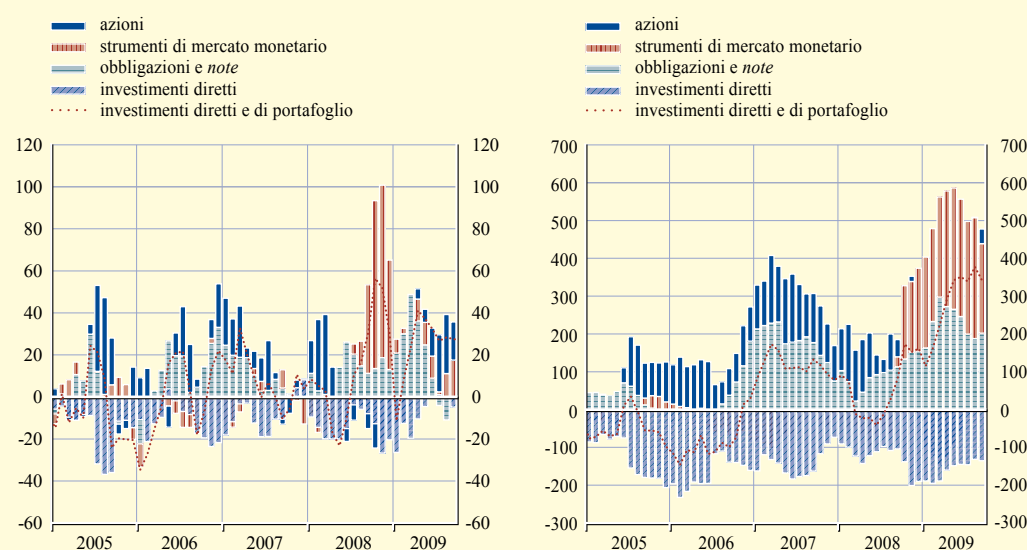
(miliardi di euro; flussi cumulati su 12 mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Figura 62 Principali componenti del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

Il rinnovato interesse per i titoli azionari, e in particolare per quelli dell'area dell'euro, segnala probabilmente una revisione delle scelte di portafoglio degli investitori esteri alla luce delle più favorevoli prospettive economiche, come riflesso nelle migliorate condizioni sui mercati finanziari, nel calo dell'avversione al rischio e nell'aumento degli utili attesi delle società dell'area dell'euro. La ricomposizione della domanda a favore dei titoli azionari e a scapito di quelli di debito sembra inoltre costituire la determinante principale dei persistenti deflussi netti per obbligazioni e *note*, malgrado il differenziale di rendimento positivo e crescente tra le obbligazioni dell'area e quelle delle altre principali economie (ad esempio degli Stati Uniti). Le statistiche confermano nell'insieme una moderazione dei flussi di rimpatrio di capitali osservati durante la crisi finanziaria attorno al volgere dell'anno.

Con riferimento alle altre voci del conto finanziario, nel terzo trimestre i flussi per investimenti diretti si sono mantenuti modesti dal lato sia delle attività sia delle passività. Poiché gli investimenti diretti esteri nell'area sono diminuiti più di quelli dell'area all'estero, i deflussi netti sono stati maggiori che nel secondo trimestre. L'area ha continuato a registrare afflussi netti per strumenti del mercato monetario nel terzo trimestre, con volumi tuttavia inferiori rispetto ai massimi dello scorso anno.

Nel terzo trimestre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi lievemente inferiori rispetto al periodo precedente, soprattutto a causa dei maggiori deflussi netti per investimenti diretti. Nei 12 mesi fino a settembre gli afflussi cumulati netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono saliti a 342,6 miliardi di euro, contro 81,8 un anno prima.

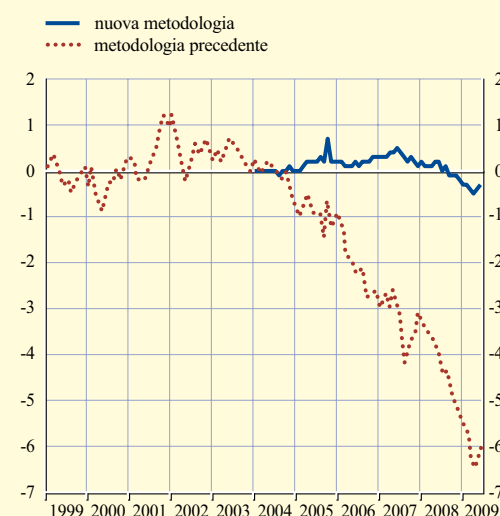
Riquadro 11

CAMBIAMENTI METODOLOGICI NELLA COMPILAZIONE DELLE STATISTICHE SULLA BILANCIA DEI PAGAMENTI E SULLA POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni la bilancia dei pagamenti (b.d.p.) dell'area dell'euro è stata contraddistinta da una crescente discrepanza statistica tra il conto corrente e il conto capitale da un lato e il conto finanziario dall'altro, la somma dei quali dovrebbe concettualmente risultare pari a zero. Ciò si è riflesso, a partire dal 2004, in una componente "errori e omissioni" sempre più negativa (cfr. la figura). Poiché tale fenomeno si è dimostrato non transitorio, la BCE e le banche nazionali dell'area dell'euro si sono attivate per migliorare il metodo di compilazione della b.d.p. dell'area dell'euro e ridurre quindi l'entità della componente "errori e omissioni". I cambiamenti metodologici che ne sono conseguiti hanno inciso in misura piuttosto limitata sulle recenti principali tendenze dei dati relativi alla b.d.p. e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.) dell'area dell'euro, ma hanno comportato una significativa correzione "di livello" nel 2008,

Errori e omissioni nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(totali cumulati; primo trimestre 1999-secondo trimestre 2009; in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

con una riduzione degli afflussi finanziari netti e un miglioramento della posizione passiva netta dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo.

In passato la compilazione della b.d.p. avveniva sulla base delle segnalazioni effettuate nell'ambito dei controlli valutari. Dopo l'abolizione di questi ultimi, si è passati a utilizzare le statistiche sui regolamenti bancari. Tuttavia, in seguito agli sviluppi nell'organizzazione dei mercati internazionali e nelle tecnologie dell'informazione, tali statistiche hanno iniziato a divergere dalle operazioni sottostanti. La discrepanza va ricondotta in particolare a problemi di sfasamento temporale e alle differenze nella classificazione delle voci di b.d.p. e nell'allocazione geografica. In gran parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro la compilazione della b.d.p. si fonda ora sui risultati di indagini, più che sui dati relativi ai regolamenti bancari. Ciò ha ridotto l'onere per i segnalanti, ma lascia spazio a errori di campionamento e di altro tipo, che sembrano essere diventati consistenti a partire dal 2004.

In questo contesto, la metodologia sottostante a tre voci del conto finanziario è stata migliorata con l'aggiunta di dati, a partire dal 2004, precedentemente esclusi dalla compilazione delle statistiche sulla b.d.p. e sulla p.p.e., come quelli relativi alle operazioni e alle posizioni intra-area. Ciò ha comportato l'introduzione diretta di revisioni nella b.d.p. dell'area dell'euro per tener conto delle asimmetrie nella registrazione di operazioni e posizioni intra-area (cfr. i punti elencati più avanti). Tali revisioni hanno ridotto le passività dell'area per investimenti di portafoglio e hanno accresciuto le attività sull'estero in prestiti e depositi detenute da residenti dell'area (rilevate nella voce "altri investimenti" del conto finanziario).

Nello specifico, i miglioramenti metodologici sono stati intesi ad affrontare le seguenti incoerenze:

- Un raffronto tra le passività per investimenti di portafoglio di ciascun paese dell'area e le corrispondenti attività sull'estero dei residenti all'esterno dell'area, basato sui risultati dell'indagine *Coordinated Portfolio Investment Survey* del Fondo monetario internazionale (FMI), ha mostrato che le consistenze di titoli azionari emessi (da fondi di investimento) nel Lussemburgo e in Irlanda e detenute da residenti dell'area dell'euro erano sottostimate. Tale discrepanza può essere associata a una incompleta segnalazione delle quote di fondi di investimento detenute dalle famiglie residenti nell'area.
- Esistevano asimmetrie geografiche nella registrazione dei prestiti tra soggetti diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro. La segnalazione di attività superiori alle passività nel caso dei prestiti all'interno dell'area dell'euro era dovuta in larga parte alle difficoltà di copertura statistica e di classificazione per residenza delle società veicolo finanziario. Alcune di queste operazioni sono state riclassificate come riconducibili a controparti situate al di fuori dell'area dell'euro.
- Infine, i riscontri provenienti dalle statistiche bancarie della Banca per i regolamenti internazionali (BRI) mostravano una sottostima dei depositi all'estero detenuti da soggetti diversi dalle IFM. Molti di questi depositi potrebbero essere riconducibili alle famiglie dell'area dell'euro.

L'applicazione della nuova metodologia a queste tre voci ¹⁾, assieme alle revisioni annuali dei dati nazionali, ha comportato rilevanti correzioni del conto finanziario; gli aggiustamenti dei dati

1) Le corrispondenti posizioni di fine periodo nella p.p.e. dell'area dell'euro sono state corrette di conseguenza.

relativi al conto corrente sono stati invece marginali e per lo più ascrivibili al conto dei redditi. Nel complesso, l'utilizzo della nuova metodologia ha notevolmente ridotto le discrepanze statistiche nella b.d.p. dell'area dell'euro (cfr. la figura). Il saldo cumulato degli "errori e omissioni" per il periodo compreso tra il primo trimestre 2004 e il secondo trimestre 2009 era negativo per 555 miliardi di euro (pari al 6,1 per cento del PIL dell'area). In seguito alle revisioni, il saldo risulta ora negativo per soli 30 miliardi di euro (pari allo 0,3 per cento del PIL). Gran parte del ridimensionamento (430 miliardi di euro) va ricondotta alla nuova metodologia, non alle altre revisioni. L'impatto sul profilo delle serie temporali delle voci di b.d.p.²⁾ oggetto della correzione è stato limitato, mentre l'effetto sulla p.p.e. si è rivelato considerevole. La posizione passiva netta dell'area dell'euro per il 2008 è stata rivista al ribasso, dal 19,5 al 17,7 per cento del PIL: il calo riconducibile alle correzioni metodologiche, parzialmente compensato da revisioni verso l'alto ascrivibili alle statistiche nazionali, è stato pari a 4,5 punti percentuali. Il disavanzo corrente relativo al 2008 è stato corretto al rialzo di 0,4 punti percentuali (dall'1,1 all'1,5 per cento del PIL), di cui appena 0,05 direttamente riconducibili alla nuova metodologia, in quanto le modifiche introdotte nella p.p.e. hanno comportato una revisione dei dati nel conto dei redditi. Nel complesso, grazie a questi cambiamenti metodologici la rappresentazione del finanziamento esterno dell'area dell'euro fornita dal conto finanziario risulta più in linea con gli andamenti del settore non finanziario dell'economia e in particolare con quelli del commercio estero di beni e servizi.

Il conto finanziario della b.d.p. e le corrispondenti consistenze nella p.p.e. dell'area dell'euro si basano sulla nuova metodologia, applicata in modo coerente a tutte le frequenze, a partire dal comunicato stampa del 2 novembre 2009.

2) Ulteriori informazioni sono disponibili sul sito Internet della BCE, nella sottosezione *Balance of payments and international investment position* della sezione *Statistics* (<http://www.ecb.europa.eu/stats/external/balance/html/index.en.html>).

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'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. Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE (sdw.ecb.europa.eu).

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2) 3)}	M3 ^{2) 3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,7	4,64	3,69
2008 4° trim.	2,7	8,9	8,2	-	7,3	20,0	4,24	3,69
2009 1° trim.	5,3	7,3	6,1	-	4,6	26,1	2,01	3,77
2° trim.	8,0	5,5	4,4	-	2,1	27,8	1,31	3,99
3° trim.	12,3	4,5	2,8	-	0,4	25,3	0,87	3,64
2009 giu.	9,4	4,9	3,6	3,5	1,4	26,0	1,23	3,99
lug.	12,2	4,7	3,0	3,1	0,6	26,8	0,97	3,74
ago.	13,6	4,6	2,6	2,5	0,1	23,9	0,86	3,68
set.	12,8	3,6	1,8	1,6	-0,3	24,3	0,77	3,64
ott.	11,8	2,3	0,3	.	-0,8	.	0,74	3,68
nov.	.	.	.	.	.	.	0,72	3,57

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	2,1	2,7	2,5	2,7	3,7	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	6,1	3,4	0,6	-1,7	81,8	0,8	7,5
2009 1° trim.	1,0	-2,0	3,6	-5,0	-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	-7,8	.	-4,1	-14,6	70,1	.	9,6
2009 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	-	-	-15,1	-	-	9,6
set.	-0,3	-7,6	-	-	-13,0	-	-	9,8
ott.	-0,1	-6,7	-	-	.	70,7	-	9,8
nov.	0,6	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 ⁵⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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.	2,9	13,7	-14,4	96,8	430,8	114,3	114,2	1,4303
2009 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.	-2,8	-1,0	2,8	46,1	428,0	113,9	113,9	1,4268
set.	-4,9	2,1	-25,7	53,7	430,8	115,2	115,0	1,4562
ott.	.	.	.	.	437,9	116,6	116,3	1,4816
nov.	.	.	.	.	.	116,3	116,0	1,4914

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) Per una 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

	6 novembre 2009	13 novembre 2009	20 novembre 2009	27 novembre 2009
Oro e crediti in oro	238.149	238.150	238.147	238.147
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	193.040	193.981	193.776	192.171
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	42.560	41.880	41.172	39.715
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.490	16.742	17.071	17.401
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	669.864	649.907	649.482	649.004
Operazioni di rifinanziamento principali	46.901	51.950	53.258	59.745
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	622.748	595.400	595.401	589.147
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	104	2.523	773	75
Crediti connessi a scarti di garanzia	111	34	50	37
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	20.156	21.767	22.058	20.581
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	324.081	325.762	326.084	327.870
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	21.609	22.745	24.172	25.271
Altri titoli	302.471	303.017	301.913	302.599
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	36.195	36.195	36.195	36.190
Altre attività	233.151	235.221	237.490	238.106
Attività totali	1.773.685	1.759.605	1.761.476	1.759.186

2. Passività

	6 novembre 2009	13 novembre 2009	20 novembre 2009	27 novembre 2009
Banconote in circolazione	773.829	773.175	771.617	774.392
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	309.814	286.503	275.891	273.389
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	180.898	232.212	229.825	205.127
Depositi overnight	128.914	54.289	46.065	68.261
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	2	1	1	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	450	442	413	180
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	145.952	155.518	163.603	166.636
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	61.794	58.224	62.084	56.964
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	3.325	4.172	3.589	3.244
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	9.530	8.912	9.702	9.028
Contropartite dei DSP dell'FMI	50.906	50.906	50.906	50.906
Altre passività	152.874	156.543	158.458	159.234
Rivalutazioni	192.254	192.254	192.254	192.254
Capitale e riserve	72.957	72.956	72.959	72.960
Passività totali	1.773.685	1.759.605	1.761.476	1.759.186

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce sia ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sia alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla decisione 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 procedura d'asta ^{1), 2)}

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Operazioni di rifinanziamento principali							
2009 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
11	51.250	160	51.250	1,00	-	-	-	7
18	52.580	177	52.580	1,00	-	-	-	7
25	59.066	168	59.066	1,00	-	-	-	7
2 dic.	58.128	137	58.128	1,00	-	-	-	6
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2009 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
11 nov.	2.536	12	2.536	1,00	-	-	-	27
12	10.794	9	10.794	1,00	-	-	-	91
12	782	21	782	1,00	-	-	-	182
26	2.065	19	2.065	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 fisso	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)	
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008	7 ott.	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
	10 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	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 procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di *split tender* condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.

3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

4) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.

5) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o 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 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
set.	18.280,1	9.752,0	786,1	2.453,9	1.206,6	4.081,5

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 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	212,8	1,0	0,0	1,00
7 dic.	210,2	.	.	.	.

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'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanzamento principali	Operazioni di rifinanzamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Euro-sistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
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	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
	10 nov.	413,0	52,3	626,1	0,3	20,1	86,5	12,0	770,7	148,7	-118,9	212,8	1.070,0

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>.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	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
2° trim.	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
2009 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.	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
ott. ^(p)	2.693,2	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,5	16,6	315,0
IFM escluso l'Eurosistema														
2007	29.440,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.890,6	1.197,1	953,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	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
2° trim.	31.818,0	18.051,1	998,2	10.836,2	6.216,7	5.085,8	1.466,2	1.496,1	2.123,5	95,6	1.198,9	4.431,3	215,2	2.740,2
2009 lug.	31.720,2	17.945,9	998,9	10.799,5	6.147,6	5.110,5	1.475,8	1.493,9	2.140,8	95,3	1.204,8	4.390,3	215,8	2.757,5
ago.	31.498,3	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	1.213,0	4.343,4	215,9	2.744,3
set.	31.270,0	17.665,9	994,3	10.770,6	5.901,0	5.111,8	1.502,2	1.491,5	2.118,1	90,6	1.222,4	4.265,4	216,3	2.697,6
ott. ^(p)	31.210,7	17.650,5	1.014,2	10.724,7	5.911,6	5.101,8	1.517,8	1.489,0	2.094,9	88,7	1.225,1	4.262,6	217,1	2.665,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	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
2° trim.	2.893,4	785,9	1.257,5	125,1	23,6	1.108,7	-	0,1	283,3	202,6	364,0
2009 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.	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,2
ott. ^(p)	2.693,2	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,6
IFM escluso l'Eurosistema											
2007	29.440,2	-	15.081,8	126,9	8.867,4	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	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
2° trim.	31.818,0	-	16.772,5	227,1	9.917,6	6.627,8	837,5	4.984,9	1.840,0	4.236,9	3.146,1
2009 lug.	31.720,2	-	16.605,9	170,0	9.888,0	6.547,8	853,6	5.008,7	1.854,3	4.198,7	3.199,0
ago.	31.498,3	-	16.444,2	148,9	9.873,2	6.422,2	854,4	5.004,0	1.875,4	4.134,0	3.186,4
set.	31.270,0	-	16.350,5	156,7	9.905,6	6.288,2	829,6	4.960,2	1.880,7	4.082,0	3.167,1
ott. ^(p)	31.210,7	-	16.339,3	164,8	9.890,5	6.283,9	823,8	4.929,0	1.883,2	4.092,6	3.142,8

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 e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	22.316,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.377,3	1.422,2	955,1	882,2	5.274,2	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
2° trim.	24.082,7	11.852,7	1.015,9	10.836,8	3.292,1	1.793,2	1.498,9	780,7	4.912,0	231,5	3.013,6
2009 lug.	24.035,6	11.816,7	1.016,6	10.800,1	3.300,6	1.803,7	1.496,9	777,7	4.874,0	232,3	3.034,4
ago.	23.945,7	11.756,8	1.021,4	10.735,4	3.303,8	1.807,7	1.496,0	774,2	4.861,9	232,4	3.016,6
set.	23.893,5	11.783,1	1.011,9	10.771,2	3.333,0	1.838,2	1.494,8	790,8	4.783,0	232,9	2.970,7
ott. ^(p)	23.851,0	11.757,1	1.031,7	10.725,3	3.344,2	1.851,5	1.492,7	792,5	4.792,1	233,6	2.931,4
Transazioni											
2007	2.572,2	1.014,5	-9,9	1.024,4	232,2	-46,3	278,5	55,5	806,6	-0,5	464,4
2008	1.599,5	597,9	12,4	585,5	372,5	58,1	314,5	-56,1	-81,6	-2,1	769,4
2009 1° trim.	-139,6	7,4	2,0	5,4	178,9	141,9	37,0	-4,3	-274,1	2,1	-49,6
2° trim.	-223,5	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,8	6,0	-63,1	0,6	-380,6
3° trim.	-162,6	-49,2	-3,9	-45,3	29,4	36,8	-7,3	-6,2	-93,0	1,7	-45,2
2009 lug.	-52,1	-29,5	0,7	-30,2	3,2	6,2	-3,0	-7,0	-39,2	1,0	19,5
ago.	-101,9	-56,9	4,8	-61,7	1,9	3,5	-1,6	-7,1	-22,9	0,1	-17,1
set.	-8,7	37,2	-9,4	46,6	24,3	27,1	-2,8	7,9	-30,9	0,5	-47,6
ott. ^(p)	-31,9	-18,6	19,9	-38,5	10,5	14,3	-3,7	3,2	12,7	0,7	-40,5

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2007	22.316,2	638,6	150,8	8.886,5	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
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
2° trim.	24.082,7	735,0	352,3	9.941,2	741,7	2.805,9	1.690,1	4.439,5	3.510,1	-133,3
2009 lug.	24.035,6	745,5	298,2	9.908,3	758,0	2.807,1	1.698,6	4.385,8	3.557,8	-123,9
ago.	23.945,7	741,2	272,8	9.894,9	759,3	2.803,2	1.709,6	4.311,2	3.557,2	-104,0
set.	23.893,5	740,6	295,1	9.928,5	738,7	2.773,0	1.725,7	4.236,1	3.528,3	-72,9
ott. ^(p)	23.851,0	745,4	317,6	9.916,6	734,8	2.760,9	1.731,7	4.237,6	3.504,4	-98,4
Transazioni										
2007	2.572,2	45,8	-13,4	838,7	54,5	269,3	150,2	822,8	474,8	-70,7
2008	1.599,5	83,3	106,1	603,8	29,8	-30,1	142,3	81,0	608,9	-25,6
2009 1° trim.	-139,6	-4,3	89,3	32,8	55,8	-37,4	17,6	-202,5	-103,6	12,8
2° trim.	-223,5	15,0	0,5	154,1	-20,0	18,1	53,5	-169,2	-238,2	-37,4
3° trim.	-162,6	5,7	-45,7	0,7	-4,2	-16,4	15,8	-137,5	-41,6	60,5
2009 lug.	-52,1	10,5	-54,1	-32,6	16,0	0,4	2,4	-51,1	41,2	15,3
ago.	-101,9	-4,3	-14,0	-10,9	1,1	2,1	5,9	-53,5	-45,6	17,3
set.	-8,7	-0,5	22,3	44,2	-21,2	-18,9	7,6	-32,8	-37,2	27,8
ott. ^(p)	-31,9	4,8	22,5	-9,9	-3,1	-10,6	3,1	10,6	-23,2	-26,2

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 e detenute da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

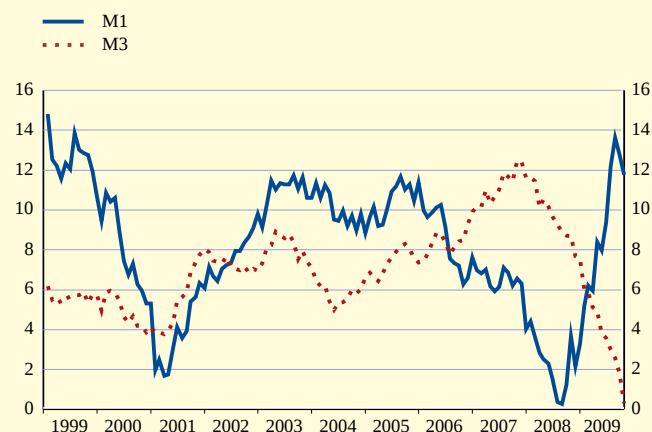
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

					M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾	
			M2	M3-M2					Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾		
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2007	3.830,5	3.509,8	7.340,3	1.305,6	8.645,9	-	5.968,3	2.416,4	12.009,7	10.161,9	-	596,0
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
2° trim.	4.236,8	3.894,5	8.131,3	1.275,4	9.406,7	-	6.551,0	2.792,5	13.077,8	10.810,1	-	473,9
lug.	4.332,6	3.846,5	8.179,1	1.249,7	9.428,8	-	6.577,8	2.815,3	13.048,8	10.767,3	-	488,2
ago.	4.399,1	3.822,8	8.221,8	1.214,7	9.436,6	-	6.634,7	2.845,0	13.055,5	10.761,4	-	564,7
set.	4.402,7	3.784,3	8.187,1	1.227,4	9.414,4	-	6.651,5	2.867,5	13.080,3	10.762,9	-	552,9
ott. ^(p)	4.482,7	3.731,1	8.213,7	1.187,6	9.401,4	-	6.648,4	2.895,9	13.034,5	10.738,8	-	537,0
	Transazioni											
2007	148,7	529,7	678,4	221,4	899,8	-	469,1	-59,6	1.361,7	1.028,2	1.119,6	-18,0
2008	125,3	484,8	610,1	46,5	656,7	-	169,1	70,4	839,3	584,2	746,1	-164,0
2009 1° trim.	109,0	-95,6	13,5	-62,1	-48,6	-	115,3	108,8	15,2	-12,6	8,9	-44,6
2° trim.	137,7	-71,5	66,1	-18,1	48,0	-	129,4	111,6	64,8	16,8	36,0	107,7
3° trim.	167,5	-100,9	66,6	-50,4	16,3	-	100,9	67,0	3,0	-26,9	-23,7	49,0
lug.	95,7	-47,7	48,0	-26,8	21,2	-	20,8	18,6	-27,5	-36,3	-34,7	10,5
ago.	67,3	-22,9	44,4	-35,3	9,0	-	58,6	29,2	5,2	-3,0	2,3	44,6
set.	4,5	-30,3	-25,8	11,8	-14,0	-	21,4	19,2	25,3	12,4	8,8	-6,1
ott. ^(p)	80,3	-52,2	28,1	-39,8	-11,7	-	-2,9	29,4	-38,5	-16,7	-12,2	-21,5
	Variazioni percentuali											
2007 dic.	4,0	17,9	10,2	20,2	11,6	11,9	8,6	-2,6	12,8	11,2	12,1	-18,0
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	-146,2
giu.	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,5	5,2	10,7	2,9	1,4	2,7	110,1
2009 lug.	12,2	-2,7	4,7	-6,7	3,0	3,1	5,1	10,9	1,9	0,6	1,8	130,4
ago.	13,6	-4,1	4,6	-9,3	2,6	2,5	5,5	11,5	1,1	0,1	1,3	172,4
set.	12,8	-5,3	3,6	-8,9	1,8	1,6	5,6	13,5	1,0	-0,3	0,9	154,6
ott. ^(p)	11,8	-7,2	2,3	-11,6	0,3	.	6,5	15,2	0,5	-0,8	0,3	98,4

F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

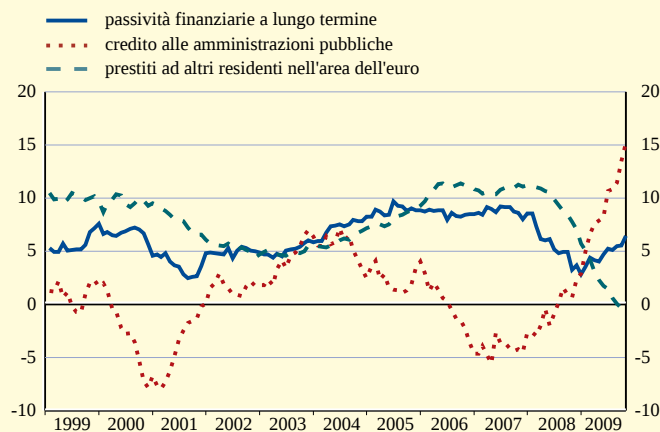
2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.

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.

F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

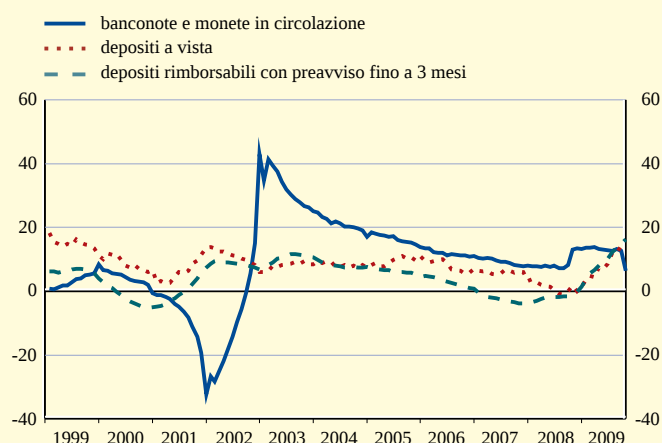
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rim- borsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazio- ni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con sca- denza fino a 2 anni	Obbliga- zioni con sca- denza oltre 2 anni	Depositi rim- borsabili 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	312,2	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
2° trim.	734,2	3.502,6	2.199,7	1.694,8	351,3	742,2	182,0	2.607,9	129,4	2.118,4	1.695,3
lug.	733,6	3.599,0	2.125,3	1.721,2	328,9	747,1	173,8	2.618,7	130,9	2.133,9	1.694,3
ago.	742,8	3.656,3	2.080,9	1.741,9	308,2	747,1	159,4	2.636,8	132,2	2.151,3	1.714,3
set.	747,3	3.655,4	2.025,0	1.759,4	326,9	749,0	151,4	2.620,6	133,5	2.176,7	1.720,7
ott. ^(p)	745,2	3.737,5	1.946,7	1.784,4	300,6	744,6	142,4	2.610,9	134,9	2.173,7	1.728,8
Transazioni											
2007	46,7	102,1	582,2	-52,5	42,1	58,7	120,6	149,5	9,7	160,4	149,5
2008	83,3	42,0	464,8	20,0	48,0	33,3	-34,7	6,2	0,6	20,6	141,8
2009 1° trim.	16,2	92,9	-170,0	74,4	-13,8	21,5	-69,7	19,1	2,2	75,5	18,5
2° trim.	6,8	130,9	-125,3	53,8	10,9	-15,0	-14,0	15,3	4,5	45,3	64,3
3° trim.	13,1	154,4	-165,6	64,7	-24,2	5,6	-31,8	30,4	4,1	60,7	5,7
2009 lug.	-0,6	96,3	-74,2	26,5	-22,4	4,6	-9,0	10,8	1,5	15,5	-7,0
ago.	9,2	58,1	-43,6	20,7	-20,6	-0,2	-14,5	24,2	1,3	18,3	14,9
set.	4,6	-0,1	-47,8	17,5	18,8	1,3	-8,3	-4,6	1,3	26,9	-2,2
ott. ^(p)	-2,2	82,4	-77,2	25,1	-26,3	-3,5	-9,9	-7,3	1,5	-2,3	5,3
Variazioni percentuali											
2007 dic.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	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
giu.	12,8	8,7	-6,1	10,3	5,3	2,8	-33,7	0,2	9,3	6,4	12,1
2009 lug.	12,5	12,1	-12,1	12,2	-3,5	3,8	-38,3	-0,1	10,9	7,2	11,2
ago.	13,2	13,7	-15,2	13,6	-7,9	1,9	-41,9	0,5	12,8	7,8	10,6
set.	12,5	12,8	-17,8	14,9	-2,9	2,9	-47,0	0,6	15,0	9,5	8,4
ott. ^(p)	6,5	12,9	-21,6	16,2	-11,8	2,7	-49,2	3,2	14,3	9,6	7,2

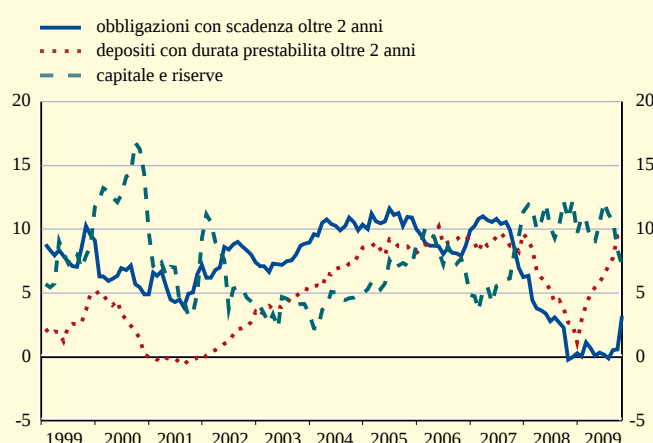
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

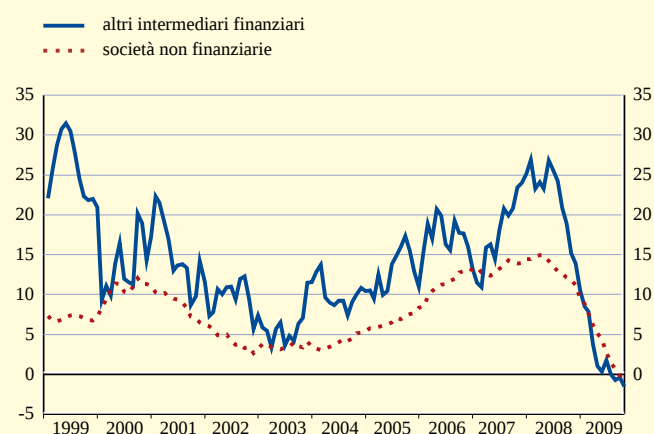
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari ³⁾	Società non finanziarie				Famiglie ⁴⁾			
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2007	107,5	881,5	4.384,0	1.281,1	860,2	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
2° trim.	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	968,3	2.545,5	4.892,4	632,3	3.493,6	766,5
ago.	94,6	1.000,4	4.766,2	1.251,8	962,7	2.551,6	4.900,2	630,7	3.500,9	768,6
set.	97,7	1.002,7	4.752,5	1.242,4	956,5	2.553,6	4.910,1	630,5	3.510,0	769,5
ott. ^(p)	92,0	997,3	4.730,6	1.224,4	948,4	2.557,9	4.919,0	628,3	3.520,3	770,4
Transazioni										
2007	16,7	177,2	554,8	145,2	155,9	253,8	279,5	31,5	228,0	20,0
2008	-4,4	89,6	419,3	87,1	120,1	212,2	79,7	10,5	52,0	17,2
2009 1° trim.	-4,4	-10,4	10,3	-41,7	13,8	38,2	-8,0	2,2	-8,6	-1,6
2° trim.	2,2	51,7	-41,0	-50,6	-1,4	11,0	4,0	-4,7	2,4	6,2
3° trim.	-5,6	-21,8	-26,8	-38,1	-15,0	26,3	27,3	1,8	21,2	4,3
lug.	-5,8	-14,7	-21,0	-31,1	-5,1	15,1	5,2	-0,3	6,5	-0,9
ago.	-2,9	-11,5	2,9	2,1	-6,1	6,9	8,5	0,6	5,9	2,0
set.	3,1	4,4	-8,6	-9,1	-3,8	4,3	13,5	1,5	8,9	3,1
ott. ^(p)	-5,7	-4,0	-16,9	-17,1	-6,4	6,6	9,8	-1,4	9,9	1,3
Variazioni percentuali										
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,7	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008 dic.	-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
giu.	-0,2	1,9	2,7	-5,8	7,1	5,9	0,2	-0,8	0,1	1,4
2009 lug.	-4,2	-0,1	1,5	-8,7	5,9	5,6	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.	-6,5	-0,3	-0,2	-10,2	2,3	4,5	-0,3	-1,2	-0,6	1,5
ott. ^(p)	-11,9	-1,4	-1,2	-11,6	0,9	3,8	-0,1	-1,3	-0,2	1,6

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

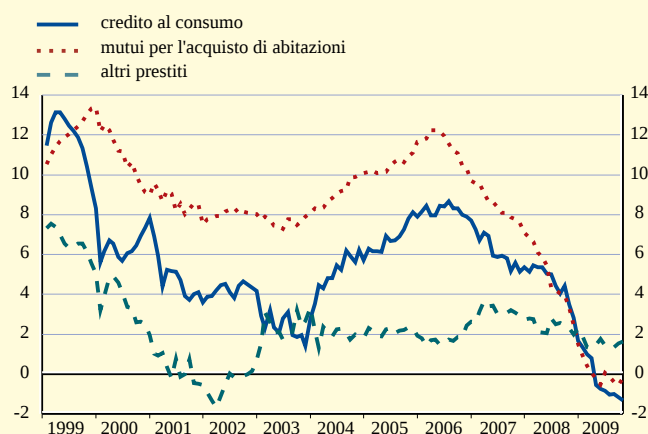
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2008	92,4	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
2° trim.	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
2009 lug.	100,3	76,2	7,2	17,0	1.010,6	578,0	186,7	245,9	4.785,8	1.265,0	971,5	2.549,3
ago.	94,5	69,6	7,7	17,2	985,7	554,5	184,0	247,2	4.752,9	1.240,0	962,2	2.550,8
set.	97,6	73,1	7,7	16,8	1.014,3	579,9	187,8	246,6	4.741,5	1.236,0	955,8	2.549,7
ott. ^(p)	93,8	68,4	7,3	18,1	988,1	564,3	176,3	247,6	4.720,4	1.218,0	949,0	2.553,5
Transazioni												
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	90,5	26,9	21,3	42,4	420,0	86,8	120,1	213,0
2009 1° trim.	6,2	5,6	0,6	0,1	23,2	13,5	12,2	-2,5	-0,4	-42,4	14,5	27,6
2° trim.	6,8	7,3	1,1	-1,6	35,2	30,0	1,9	3,3	-22,1	-33,9	-1,7	13,5
3° trim.	-9,7	-9,7	0,3	-0,4	-9,6	-18,2	2,9	5,7	-52,2	-58,4	-15,7	22,0
2009 lug.	-7,0	-6,6	-0,2	-0,2	-16,3	-22,6	2,1	4,2	-14,5	-30,9	-2,0	18,3
ago.	-5,9	-6,6	0,5	0,2	-24,0	-22,3	-3,4	1,7	-31,5	-23,9	-9,9	2,2
set.	3,2	3,6	0,0	-0,4	30,7	26,7	4,2	-0,2	-6,3	-3,7	-4,0	1,3
ott. ^(p)	-3,8	-4,7	-0,4	1,3	-24,7	-20,3	-5,4	1,0	-16,1	-17,1	-5,1	6,1
Variazioni percentuali												
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	6,2	-0,5	11,0	8,1
giu.	0,2	0,7	-3,7	0,6	1,8	-4,4	13,9	11,0	2,7	-5,8	7,2	5,9
2009 lug.	-4,2	-5,7	13,1	-2,2	0,0	-6,0	12,7	7,2	1,5	-8,7	5,9	5,6
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.	-6,2	-8,2	21,5	-6,4	-0,4	-5,7	9,9	6,5	-0,2	-10,2	2,3	4,5
ott. ^(p)	-12,0	-17,3	28,0	1,1	-1,5	-8,3	8,5	9,6	-1,2	-11,6	0,9	3,8

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2008	4.888,7	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
2° trim.	4.899,2	639,1	136,6	198,6	303,9	3.487,4	15,8	64,1	3.407,5	772,8	154,4	88,3	530,1
2009 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.	4.917,1	632,0	134,5	195,9	301,7	3.515,3	15,7	64,3	3.435,3	769,8	149,1	88,0	532,8
ott. ^(p)	4.922,4	630,3	133,1	195,3	301,8	3.522,9	15,6	64,2	3.443,1	769,2	146,6	87,8	534,8
	Transazioni												
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 1° trim.	-23,7	-3,0	-2,6	-2,2	1,7	-16,8	-0,9	-3,3	-12,5	-3,9	-4,2	-1,5	1,9
2° trim.	21,6	1,8	0,7	-0,9	2,0	7,7	-0,8	-1,5	10,0	12,1	4,0	-0,1	8,1
3° trim.	26,5	-0,2	-1,5	-0,1	1,4	26,8	0,0	0,2	26,5	-0,1	-4,9	0,0	4,8
2009 lug.	7,6	0,0	-1,7	0,7	1,0	12,5	0,0	0,1	12,3	-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.	19,1	2,4	1,2	0,8	0,5	12,1	0,0	0,1	11,9	4,6	3,0	0,2	1,4
ott. ^(p)	6,1	-0,9	-1,2	-0,3	0,5	7,1	-0,1	-0,3	7,5	-0,1	-2,5	0,0	2,3
	Variazioni percentuali												
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	-7,2	3,5
giu.	0,2	-0,8	-1,8	-5,5	3,0	0,1	-2,4	-11,2	0,3	1,5	-1,7	-5,7	3,8
2009 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	-4,4	3,7
set.	-0,3	-1,2	-2,6	-4,4	1,7	-0,5	-8,5	-9,7	-0,3	1,5	-2,8	-3,7	3,8
ott. ^(p)	-0,1	-1,3	-3,2	-4,0	1,4	-0,2	-9,5	-9,3	0,0	1,6	-2,8	-3,4	3,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

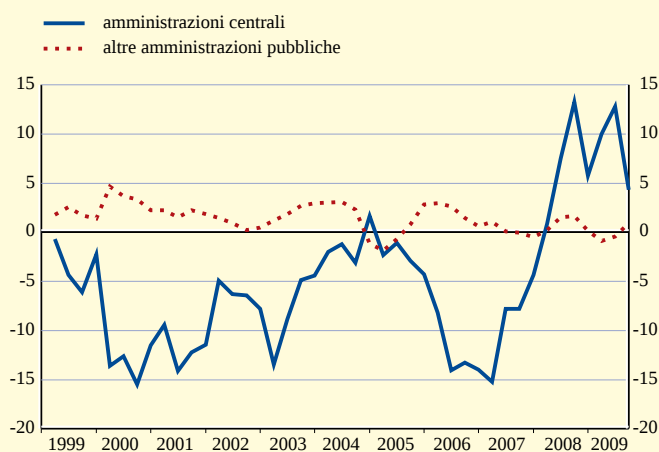
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

4. Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2.931,8	2.070,6	861,2	63,1	798,1
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008 4° trim.	967,7	227,0	210,1	508,4	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 1° trim.	970,6	232,8	205,6	511,2	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
2° trim.	998,2	249,2	206,5	513,9	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
3° trim. ^(p)	994,3	235,5	209,7	518,2	30,7	2.807,7	1.893,6	914,2	48,6	865,6
Transazioni										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2008 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.	28,1	16,9	0,9	2,7	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
3° trim. ^(p)	-3,7	-13,6	3,2	4,3	2,1	-74,8	-69,8	-4,9	1,5	-6,4
Variazioni percentuali										
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 dic.	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	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.	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,6	-7,5
set. ^(p)	1,7	4,3	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,3	0,2	-9,9

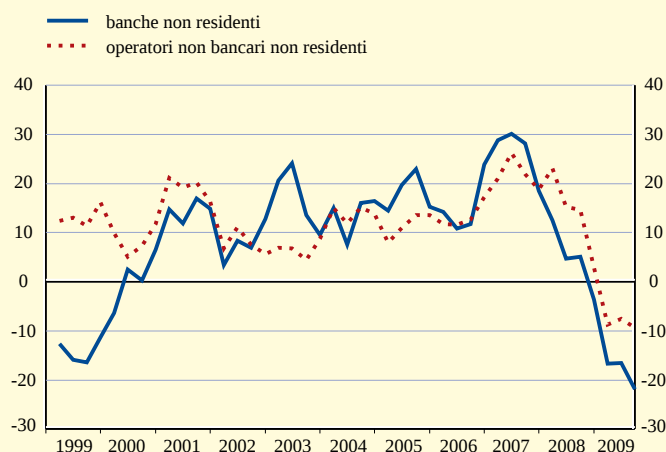
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

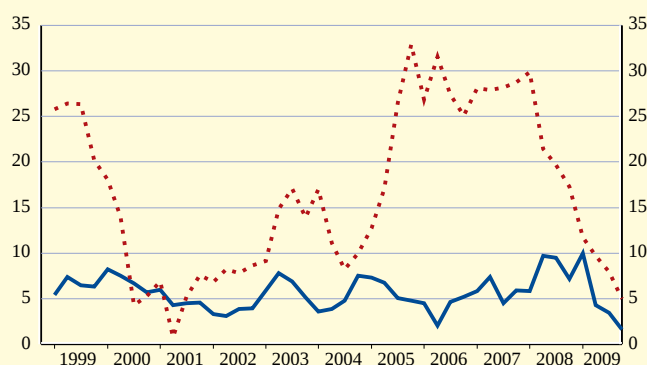
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	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
2° trim.	749,4	85,1	91,4	550,6	1,7	1,5	19,0	1.896,8	337,2	342,6	947,8	14,1	0,0	255,0
2009 lug.	748,0	85,8	91,3	550,7	1,8	1,5	16,9	1.858,8	316,8	345,6	950,3	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	349,8	945,5	14,5	0,1	225,5
set.	742,8	83,1	86,7	550,5	1,9	1,4	19,2	1.866,7	314,5	333,9	950,4	14,4	0,2	253,3
ott. ⁴⁾	745,3	85,5	90,0	548,0	2,0	1,4	18,3	1.833,5	320,6	324,4	938,6	15,8	0,1	233,9
Transazioni														
2007	38,5	0,8	10,4	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	338,9	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	172,4	4,5	71,0	46,6	-0,3	-0,3	51,0
2009 1° trim.	-5,0	5,4	-17,2	8,0	0,5	0,0	-1,7	33,8	11,6	-68,3	50,7	2,1	0,0	37,7
2° trim.	-11,3	-6,3	-6,9	4,9	-0,5	0,0	-2,4	61,0	19,5	-20,0	41,4	-0,2	0,0	20,4
3° trim.	-6,3	-1,9	-4,5	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-20,5	-22,8	-1,5	4,9	0,4	0,1	-1,7
2009 lug.	-1,3	0,7	-0,1	0,1	0,1	0,0	-2,1	-37,9	-20,3	3,1	2,5	0,5	0,0	-23,6
ago.	0,1	1,0	-3,3	0,5	0,0	0,0	1,8	-16,5	-11,2	4,6	-4,1	-0,1	0,1	-5,9
set.	-5,0	-3,6	-1,1	-0,7	0,0	-0,1	0,5	33,8	8,8	-9,2	6,4	0,0	0,0	27,8
ott. ⁴⁾	2,5	2,5	3,3	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-32,2	6,4	-9,1	-11,4	1,4	0,0	-19,4
Variazioni percentuali														
2007 dic.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 dic.	10,0	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
giu.	3,5	12,6	5,2	2,4	-13,3	-	-4,0	8,0	3,7	-14,5	13,2	15,4	-	39,9
2009 lug.	3,4	19,7	2,5	2,2	-3,3	-	-15,9	5,7	9,2	-21,9	13,5	1,7	-	30,3
ago.	4,1	27,1	0,2	2,3	3,7	-	-4,3	4,4	10,7	-24,2	13,5	11,5	-	23,0
set.	1,6	7,8	-5,4	2,3	7,6	-	-5,9	5,0	1,7	-25,3	15,9	24,0	-	36,3
ott. ⁴⁾	1,0	1,0	-1,1	1,9	16,2	-	-12,7	2,0	0,9	-26,6	13,6	32,9	-	20,4

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(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) Include i fondi di investimento.

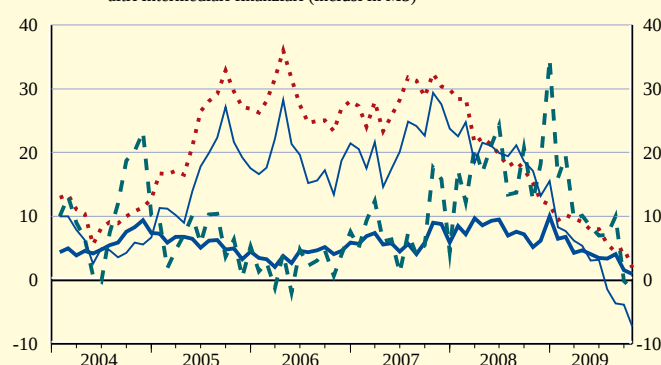
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)
- società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ⁴⁾
- ... altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁵⁾



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

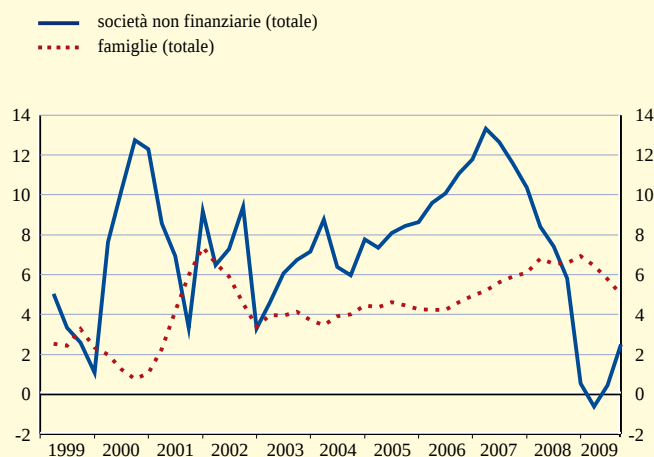
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	1.477,2	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
2° trim.	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
2009 lug.	1.517,6	912,5	458,8	74,0	52,4	1,5	18,4	5.515,7	2.028,7	1.154,2	544,5	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.	1.549,4	950,6	445,0	78,0	57,0	1,5	17,4	5.501,1	2.052,9	1.084,8	561,1	1.637,7	121,4	43,2
ott. ^(p)	1.558,6	962,2	442,7	78,6	58,4	1,5	15,1	5.513,7	2.084,8	1.040,9	573,5	1.650,7	123,8	39,9
Transazioni														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	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 1° trim.	-37,3	-16,5	-30,7	5,0	10,7	0,0	-5,8	41,5	64,7	-80,4	4,0	75,1	0,5	-22,2
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.	35,0	35,8	-13,4	6,2	8,6	0,0	-2,2	-3,6	42,4	-100,0	24,9	33,7	3,1	-7,7
2009 lug.	0,8	-3,6	-0,6	2,2	4,0	0,0	-1,2	10,1	17,8	-31,2	8,3	14,0	1,1	0,0
ago.	11,8	15,9	-6,6	2,1	2,3	0,0	-1,9	-8,0	3,4	-32,2	8,2	14,7	0,8	-2,8
set.	22,3	23,4	-6,2	1,9	2,3	0,0	0,9	-5,6	21,2	-36,5	8,4	5,0	1,3	-5,0
ott. ^(p)	9,4	11,6	-2,1	0,6	1,4	0,0	-2,2	13,4	32,0	-43,5	12,7	13,0	2,5	-3,3
Variazioni percentuali														
2006 dic.	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
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
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
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
2009 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.	2,5	8,3	-14,0	20,2	126,2	8,4	-30,8	5,0	15,9	-15,4	6,4	13,3	16,3	-60,1
ott. ^(p)	3,6	11,8	-15,4	18,5	137,1	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,1	10,6	14,3	15,4	-60,6

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

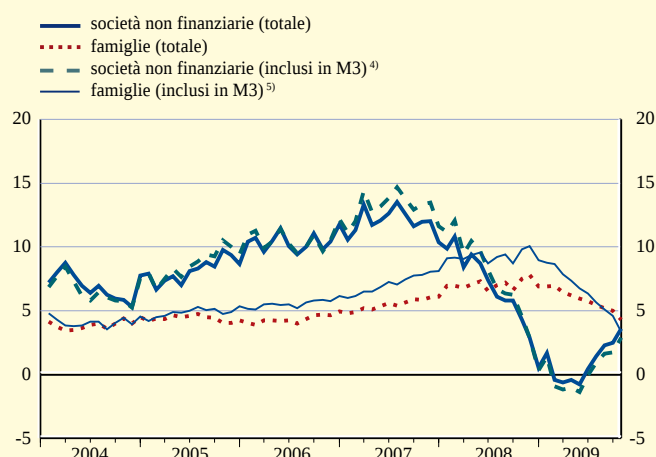
3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

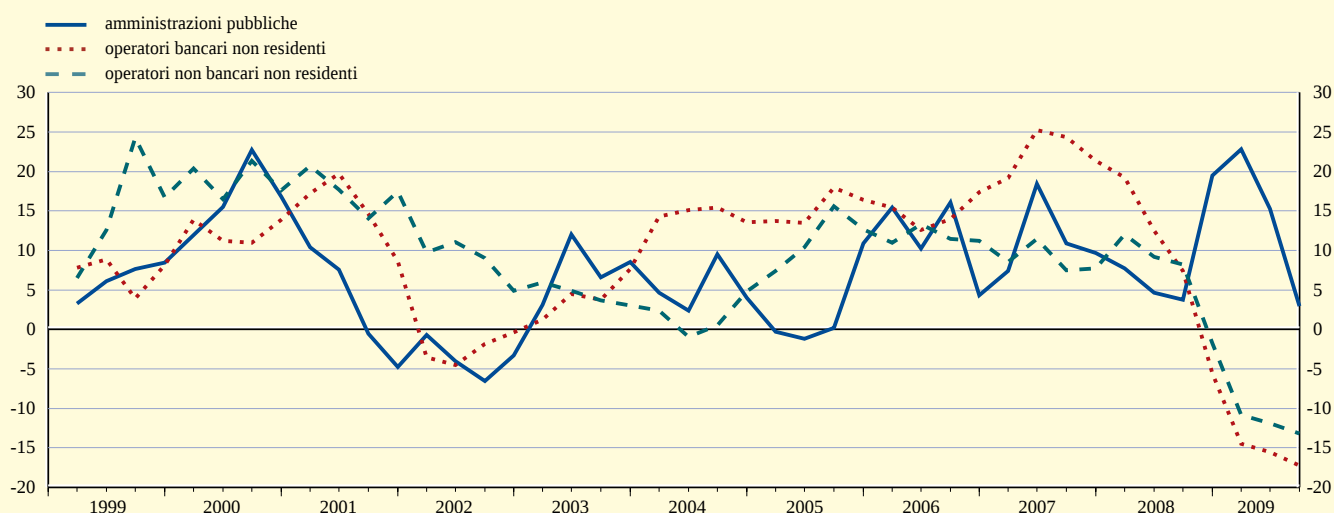
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

3. Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008 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.	476,0	227,1	48,9	118,5	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
3° trim. ^(p)	402,3	156,7	51,2	122,6	71,7	3.422,7	2.569,7	853,2	62,5	790,8
Transazioni										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2008 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.	11,7	10,9	-1,6	4,4	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
3° trim. ^(p)	-62,2	-58,9	2,3	4,2	-9,8	-78,7	-66,5	-12,0	-1,2	-10,8
Variazioni percentuali										
2006 dic.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 dic.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008 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.	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
set. ^(p)	2,9	18,6	-16,6	8,3	-15,6	-16,3	-17,2	-13,2	-28,2	-10,7

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

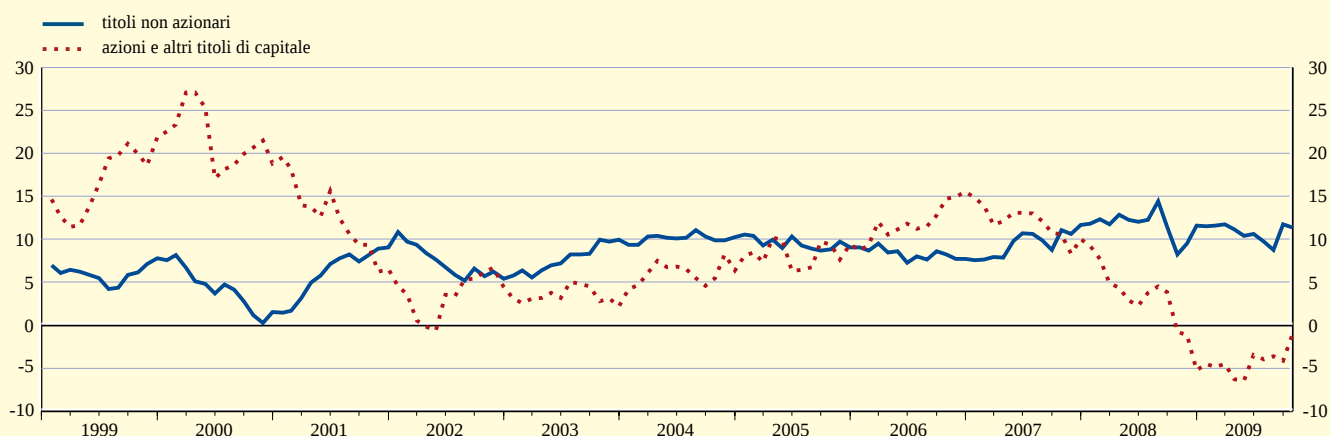
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2007	5.125,3	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
2° trim.	6.289,9	2.016,8	106,7	1.445,8	20,4	1.448,4	47,7	1.204,1	1.475,0	428,3	770,6	276,1
2009 lug.	6.302,5	2.033,1	107,7	1.456,7	19,2	1.445,4	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	1.496,0	449,5	763,5	283,1
set.	6.290,9	2.015,0	103,1	1.484,1	18,1	1.445,4	46,1	1.179,1	1.498,7	442,8	779,6	276,4
ott. ^(p)	6.270,3	1.992,0	103,0	1.500,5	17,3	1.446,7	42,4	1.168,6	1.502,3	443,9	781,3	277,2
	Transazioni											
2007	543,7	136,0	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.	252,0	95,1	8,4	133,8	0,4	39,7	-2,8	-22,6	-4,7	3,2	-4,4	-3,4
2° trim.	176,6	34,6	4,1	83,7	0,5	56,2	-1,6	-0,9	16,6	7,2	5,7	3,6
3° trim.	15,0	-4,8	-0,2	31,7	-1,8	-7,4	-0,4	-2,1	8,0	16,0	-6,2	-1,7
2009 lug.	14,1	18,5	1,0	7,9	-1,3	-3,8	0,5	-8,9	4,6	6,8	-7,0	4,8
ago.	7,4	-4,6	-1,2	0,6	-1,1	-1,1	-0,7	15,6	3,6	10,1	-7,1	0,6
set.	-6,5	-18,7	0,0	23,2	0,6	-2,5	-0,3	-8,8	-0,2	-0,9	7,8	-7,1
ott. ^(p)	-17,8	-20,6	0,2	16,6	-0,7	-0,7	-3,4	-9,2	5,2	1,7	3,1	0,4
	Variazioni percentuali											
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
giu.	10,6	11,9	1,4	18,0	19,8	24,9	-5,8	-7,7	-3,4	0,7	-5,5	-4,0
2009 lug.	9,7	11,8	-1,8	18,2	13,5	22,7	-5,5	-9,4	-4,0	2,0	-8,6	0,5
ago.	8,7	10,7	-2,0	18,3	13,8	19,6	-7,1	-9,4	-3,6	5,6	-9,4	-0,2
set.	11,7	11,3	4,2	24,0	15,5	22,0	-5,1	-5,9	-4,1	4,2	-8,9	-2,7
ott. ^(p)	11,4	8,5	5,9	26,8	-0,2	17,4	-9,5	-2,5	-1,0	7,8	-5,1	-2,6

F14 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/ svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ³⁾

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009 1° trim.	-1,8	-0,5	-0,5	-0,8	-1,2	0,0	-0,1	-1,1	-2,3	-0,7	-0,2	-1,3
2° trim.	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-1,0	0,0	0,0	-0,9	-1,2	-0,1	-0,2	-0,9
3° trim.	-1,6	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
2009 lug.	-0,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-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.	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
ott. ^(p)	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2

2. Cancellazioni/ svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009 1° trim.	-7,2	-3,5	-1,7	-2,1	-2,7	-1,3	-1,3
2° trim.	-5,9	-1,7	-2,4	-1,8	-1,1	-0,3	-0,8
3° trim.	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
2009 lug.	-2,5	-0,7	-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.	-3,0	-0,8	-0,7	-1,5	-0,5	-0,2	-0,3
ott. ^(p)	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-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
3° trim.	17,3	4,6	0,1	3,6	0,0	3,4	0,2	5,3	15,9	4,8	9,2	1,9
2009 lug.	8,2	1,9	0,1	2,9	0,0	0,5	0,2	2,5	7,0	2,5	3,6	0,9
ago.	4,9	1,5	0,0	0,4	0,0	1,1	0,0	1,9	5,8	1,8	3,3	0,7
set.	4,2	1,2	0,0	0,2	0,0	1,8	0,0	1,0	3,1	0,4	2,2	0,4
ott. ^(p)	0,8	0,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,7	-1,6	-0,7	-1,4	0,4

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti dell'area dell'euro														
2006	5.239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6.087,5	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 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.	6.627,8	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.144,7	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
3° trim. ^(p)	6.288,2	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.062,3	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
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	2.953,9	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 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.	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,9	51,9	48,1	32,5	1,8	1,8	7,8
3° trim. ^(p)	2.569,7	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	853,2	54,3	45,7	30,5	1,4	1,6	7,7

2. Titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro

	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale				
	1	2	3	USD 4	JPY 5	CHF 6	GBP 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 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.	5.225,0	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
3° trim. ^(p)	5.200,1	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

(percentuali sul totale; consistenze in miliardi di euro; dati di fine periodo)

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti nell'area dell'euro														
2006	4.938,0	-	-	-	-	-	-	9.943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 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.	6.216,7	-	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5
3° trim. ^(p)	5.901,0	-	-	-	-	-	-	11.764,9	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
Non residenti nell'area dell'euro														
2006	2.070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2.344,5	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	955,7	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 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.	1.999,7	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,6	40,2	59,8	42,6	1,1	3,9	7,6
3° trim. ^(p)	1.893,6	45,4	54,6	29,9	2,7	3,1	12,6	914,2	40,5	59,5	41,7	1,5	3,8	7,6

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2006	1.636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.150,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 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.	2.123,5	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.962,4	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
3° trim. ^(p)	2.118,1	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.993,7	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,4	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 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.	571,0	55,3	44,7	24,6	1,7	1,4	14,6	633,1	33,5	66,5	41,4	4,0	0,9	15,0
3° trim. ^(p)	562,1	56,2	43,8	25,3	0,6	0,5	14,7	618,0	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.

4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	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
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. ^(p)	4.540,1	357,6	1.866,7	120,7	1.746,0	1.239,6	568,0	208,1	300,2

2. Passività

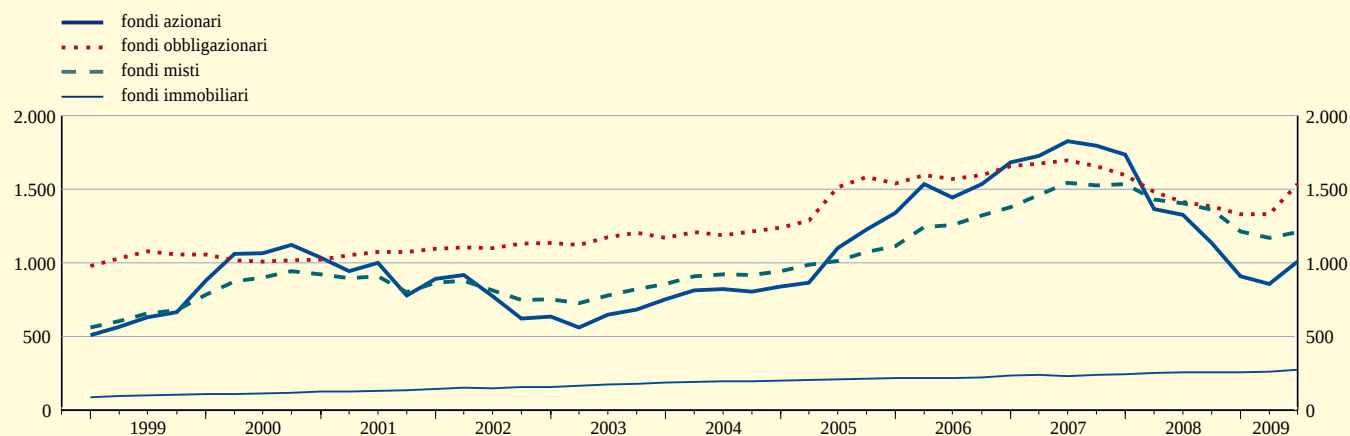
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2008 1° trim.	5.162,7	76,4	4.848,6	237,7
2° trim.	5.017,4	74,8	4.723,1	219,5
3° trim.	4.715,2	71,0	4.415,4	228,8
4° trim.	4.231,8	64,9	3.982,4	184,6
2009 1° trim.	4.099,2	76,2	3.838,6	184,4
2° trim. ^(p)	4.540,1	81,5	4.237,2	221,4

3. Totale delle attività e passività per strategia di investimento e tipologia di investitore

	Totale	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	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. ^(p)	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
Fondi azionari									
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
Fondi obbligazionari									
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
Fondi misti									
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
Fondi immobiliari									
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
	1	2	3	4	5	6	7
Fondi aperti al pubblico							
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
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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.

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	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						424,5
Saldo commerciale ¹⁾						-20,8
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.113,9	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 netto e reddito misto ¹⁾	517,0	281,8	203,1	32,7	-0,6	
Allocazione del conto dei redditi primari						
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 ¹⁾	1.862,3	1.673,3	-59,7	33,1	215,6	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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 ¹⁾	1.843,1	1.502,2	-110,8	40,2	411,5	
Utilizzo del conto dei redditi						
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 ¹⁾	58,6	224,6	-111,3	23,8	-78,6	17,7
Conto capitale						
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) ¹⁾	-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 i dettagli del 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
2° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						403,7
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
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) ²⁾	2.236,7					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
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>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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>						
Utilizzo del conto dei redditi						
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>						
Conto capitale						
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
2° trim. 2009								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2009								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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 netta¹⁾</i>	-1.497,9	10.253,8	-8.007,0	609,1	311,1	-167,6	-4.497,2	
Conto finanziario, transazioni in passività								
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
di cui a lungo termine		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 netta¹⁾</i>	-15,3	151,9	-81,8	29,8	-29,1	19,9	-106,0	15,3
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		-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 netta¹⁾</i>	83,0	307,3	-192,7	-74,0	26,2	9,3	6,9	-93,8
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
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
di cui a lungo termine		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 netta¹⁾</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- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.907,1	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 netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.072,1	2.189,5	2.331,7	2.375,2	2.379,2	2.358,6	2.293,3	2.211,7
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.618,2	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> ¹⁾	6.970,7	7.317,8	7.695,2	7.783,9	7.819,7	7.803,3	7.720,6	7.631,1
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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> ¹⁾	6.884,3	7.225,6	7.599,7	7.680,2	7.717,1	7.697,7	7.615,7	7.526,8
Utilizzo del conto dei redditi								
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> ¹⁾	528,9	594,3	708,2	635,8	598,2	540,9	450,9	369,2
Conto capitale								
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> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	12,1	-20,2	16,8	-57,8	-97,1	-136,3	-153,9	-132,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del 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- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
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) ²⁾	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 netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
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>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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>								
Utilizzo del conto dei redditi								
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>								
Conto capitale								
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 (-) (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- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
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
= Reddito lordo disponibile	5.400,1	5.623,2	5.859,4	5.985,3	6.047,9	6.081,3	6.099,1	6.105,7
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
= Risparmio lordo	769,4	787,5	830,8	851,9	862,0	881,7	917,8	949,5
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 ¹⁾ (+)	524,3	563,8	45,4	-1.150,4	-1.321,4	-1.768,7	-1.361,8	-752,7
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
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 ²⁾	-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
= Variazioni nella ricchezza netta ¹⁾	997,9	1.031,7	529,0	-653,0	-817,9	-1.247,8	-807,8	-167,5
Bilancio finanziario								
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 ²⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	10.783,9	11.606,3	11.885,9	11.082,5	10.773,4	10.410,1	10.253,8	10.713,0

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 passività emesse 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- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009
Reddito e risparmio								
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
= Margine operativo lordo (+)	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
= Margine operativo netto (+)	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
= Reddito lordo di impresa (+)	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
= Risparmio netto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Investimento, finanziamento e risparmio								
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
= Risparmio netto	70,1	35,1	45,5	2,5	-22,7	-32,8	-81,3	-99,1
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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- 2° trim. 2008	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
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 ¹⁾	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
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-49,9	8,0	-33,6	-20,1	-10,1	18,1	-17,4	16,5
Conto delle altre variazioni								
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
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	16,8	52,6	-44,6	-79,7	-94,2	-71,9	-29,2	7,3
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	-100,5	-39,9	-118,1	-162,2	-182,1	-172,0	-167,6	-138,4

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

MERCATI FINANZIARI

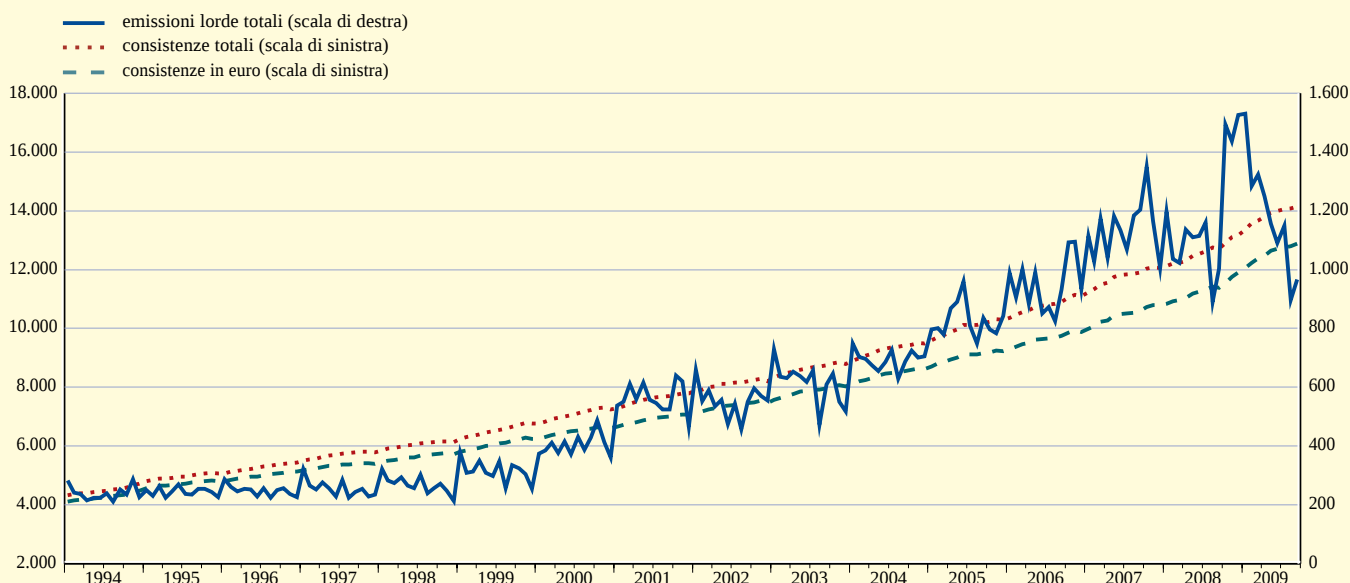
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
Totale												
2008 set.	13.635,3	1.023,4	1,5	11.384,2	931,7	-33,7	12.703,0	1.002,6	-43,2	7,0	8,1	8,7
ott.	13.732,6	1.454,3	96,6	11.534,3	1.417,3	149,5	12.901,1	1.494,4	144,5	6,9	118,5	9,5
nov.	13.950,4	1.421,9	217,9	11.761,3	1.369,3	227,3	13.093,0	1.436,7	212,6	8,1	192,0	11,0
dic.	14.136,5	1.538,6	189,6	11.913,9	1.449,9	156,4	13.166,0	1.527,1	143,1	9,4	229,2	13,1
2009 gen.	14.235,3	1.500,7	94,2	12.053,4	1.451,4	135,9	13.366,9	1.530,0	145,1	10,1	103,1	13,0
feb.	14.427,8	1.259,3	190,1	12.239,7	1.200,0	184,2	13.570,7	1.285,5	203,8	11,0	156,4	13,0
mar.	14.602,4	1.318,0	173,1	12.378,4	1.229,8	137,2	13.675,0	1.323,1	148,2	11,9	132,8	15,1
apr.	14.679,7	1.233,7	79,9	12.478,6	1.167,4	102,8	13.788,2	1.250,5	110,7	12,0	92,8	14,6
mag.	14.887,4	1.159,4	207,6	12.652,4	1.070,1	173,8	13.927,3	1.156,7	169,0	12,0	109,2	13,0
giu.	14.977,0	1.088,8	89,2	12.712,3	1.006,7	59,2	13.995,4	1.089,5	72,2	11,9	90,7	10,6
lug.	15.004,4	1.123,0	30,2	12.763,8	1.068,4	54,3	14.060,5	1.148,6	68,7	11,8	102,5	10,5
ago.	15.053,3	882,3	47,8	12.793,8	826,5	29,0	14.076,4	896,9	17,9	10,9	56,0	8,8
set.	15.160,9	964,7	106,9	12.874,2	881,5	79,6	14.150,4	967,4	85,8	12,0	147,1	9,0
A lungo termine												
2008 set.	12.191,5	184,8	-10,2	10.111,1	146,8	-21,2	11.234,6	159,8	-31,6	5,7	0,8	7,5
ott.	12.214,3	199,0	23,1	10.145,4	182,8	34,6	11.325,9	195,5	29,1	5,2	31,1	6,7
nov.	12.389,7	275,2	174,1	10.321,2	253,6	174,8	11.480,9	262,5	165,0	6,2	137,4	8,0
dic.	12.568,5	363,3	180,1	10.492,6	328,7	172,9	11.575,5	340,4	153,7	7,3	165,4	9,7
2009 gen.	12.645,0	291,7	74,3	10.582,3	276,9	88,5	11.709,8	300,3	89,1	8,1	115,5	10,5
feb.	12.814,7	300,6	168,5	10.743,9	269,6	160,7	11.882,5	296,7	172,8	9,2	135,6	10,6
mar.	12.997,6	319,8	153,2	10.916,8	280,2	143,1	12.019,8	301,8	144,3	10,3	141,6	13,3
apr.	13.074,0	292,3	79,5	10.985,2	257,4	71,7	12.098,1	276,3	75,1	10,3	71,8	14,0
mag.	13.276,6	338,5	203,7	11.154,7	280,7	170,8	12.248,4	301,0	174,9	10,6	112,3	13,4
giu.	13.397,2	313,0	119,0	11.263,4	274,4	106,7	12.376,2	308,3	126,8	10,8	99,7	12,0
lug.	13.419,3	268,1	24,5	11.292,0	246,7	31,1	12.413,2	271,6	40,0	10,8	81,3	11,2
ago.	13.475,9	130,8	56,3	11.333,5	108,1	41,3	12.453,1	121,0	45,4	10,5	93,6	10,4
set.	13.550,8	223,1	72,9	11.410,4	196,5	74,8	12.518,9	222,0	75,0	11,5	120,5	9,9

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 i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

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

(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007	12.066	5.046	1.506	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.166	5.266	1.925	697	4.937	340	1.177	817	74	100	162	24
2008 4° trim.	13.166	5.266	1.925	697	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 1° trim.	13.675	5.392	2.034	719	5.187	343	1.380	922	78	92	251	35
2° trim.	13.995	5.433	2.113	753	5.344	351	1.166	749	62	90	244	20
3° trim.	14.150	5.424	2.138	780	5.450	358	1.004	651	43	84	214	12
2009 giu.	13.995	5.433	2.113	753	5.344	351	1.090	695	54	89	235	16
lug.	14.060	5.447	2.148	766	5.345	354	1.149	716	73	95	251	15
ago.	14.076	5.439	2.143	763	5.377	355	897	628	27	74	160	8
set.	14.150	5.424	2.138	780	5.450	358	967	610	29	83	232	14
	A breve termine											
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 4° trim.	1.591	822	62	116	566	25	1.220	911	38	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
3° trim.	1.632	751	31	82	750	19	799	569	10	71	142	8
2009 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	84	738	16	776	567	10	72	122	5
set.	1.632	751	31	82	750	19	745	525	10	63	137	11
	A lungo termine ²⁾											
2007	10.779	4.259	1.469	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.575	4.444	1.863	581	4.371	316	215	95	48	8	61	4
2008 4° trim.	11.575	4.444	1.863	581	4.371	316	266	95	98	11	57	5
2009 1° trim.	12.020	4.554	1.992	621	4.528	325	300	116	61	18	96	8
2° trim.	12.376	4.647	2.076	669	4.648	336	295	118	48	21	101	7
3° trim.	12.519	4.673	2.107	698	4.700	340	205	82	33	13	72	4
2009 giu.	12.376	4.647	2.076	669	4.648	336	308	122	39	21	122	4
lug.	12.413	4.668	2.113	681	4.614	337	272	101	62	17	84	7
ago.	12.453	4.686	2.109	680	4.639	339	121	61	17	2	38	3
set.	12.519	4.673	2.107	698	4.700	340	222	85	19	20	95	2
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2007	7.324	2.263	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.610	2.326	635	444	3.955	250	119	49	9	6	53	3
2008 4° trim.	7.610	2.326	635	444	3.955	250	121	42	13	10	53	2
2009 1° trim.	7.931	2.396	702	487	4.094	253	208	72	27	18	86	5
2° trim.	8.245	2.494	748	535	4.210	259	209	72	23	20	90	5
3° trim.	8.371	2.529	768	565	4.251	259	139	49	14	13	61	3
2009 giu.	8.245	2.494	748	535	4.210	259	233	75	28	19	109	2
lug.	8.259	2.511	766	548	4.176	259	178	59	24	17	72	6
ago.	8.293	2.524	764	547	4.199	259	65	33	4	1	26	1
set.	8.371	2.529	768	565	4.251	259	174	55	13	20	86	1
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2007	3.001	1.621	857	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.477	1.724	1.199	126	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 4° trim.	3.477	1.724	1.199	126	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.585	1.757	1.265	124	369	70	75	32	34	0	5	3
2° trim.	3.615	1.740	1.303	123	374	75	65	30	24	1	7	2
3° trim.	3.612	1.724	1.314	123	372	79	48	21	18	0	7	1
2009 giu.	3.615	1.740	1.303	123	374	75	50	28	11	2	7	2
lug.	3.635	1.744	1.322	123	370	76	78	30	38	0	8	1
ago.	3.634	1.746	1.319	123	368	78	40	17	12	0	9	2
set.	3.612	1.724	1.314	123	372	79	27	16	5	1	5	1

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.

2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

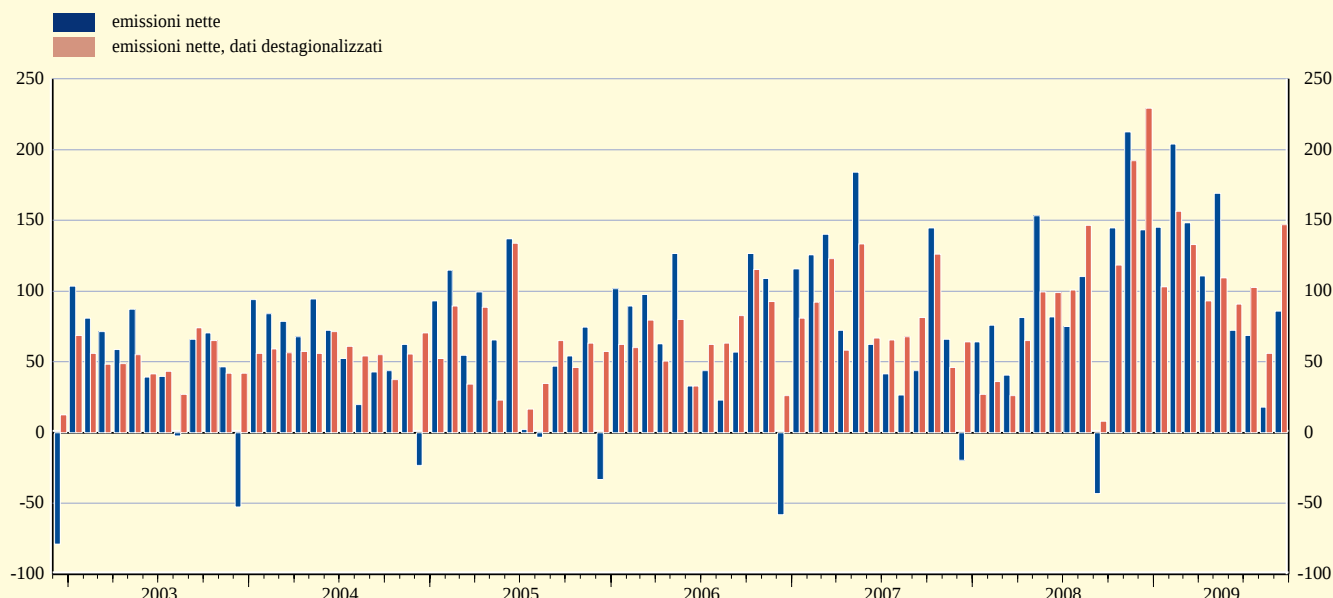
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2007	83,6	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,1	4,3	10,0	1,1
2008	94,9	23,2	35,0	4,0	31,7	1,1	95,6	23,3	34,2	4,1	33,1	1,0
2008 4° trim.	166,7	11,3	80,7	6,2	63,0	5,5	179,9	21,5	55,7	9,2	90,7	2,9
2009 1° trim.	165,7	40,5	35,2	7,0	82,1	1,0	130,8	21,1	45,1	5,1	56,9	2,5
2° trim.	117,3	21,7	27,4	11,5	54,0	2,8	97,6	21,1	27,1	7,4	39,2	2,8
3° trim.	57,5	0,3	9,7	9,7	35,6	2,3	101,9	9,7	29,0	12,4	47,3	3,5
2009 giu.	72,2	-19,7	17,2	9,2	64,0	1,4	90,7	13,5	13,5	8,4	54,0	1,3
lug.	68,7	17,9	35,0	12,7	0,8	2,3	102,5	13,5	48,6	12,7	24,9	2,8
ago.	17,9	-9,7	-4,3	-1,7	32,7	0,9	56,0	-0,5	7,3	2,8	44,6	1,9
set.	85,8	-7,5	-1,7	18,0	73,2	3,7	147,1	16,3	31,0	21,8	72,4	5,7
A lungo termine												
2007	61,7	23,9	27,0	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,4	16,2	32,9	2,5	13,3	0,6	64,7	16,3	32,1	2,6	13,2	0,5
2008 4° trim.	116,0	2,8	80,9	4,4	26,2	1,6	111,3	12,4	56,3	4,7	37,0	0,8
2009 1° trim.	135,4	25,8	42,0	12,9	51,7	3,1	130,9	17,1	52,1	14,4	44,4	3,0
2° trim.	125,6	36,1	28,8	15,9	41,2	3,7	94,6	25,4	27,9	12,3	25,5	3,5
3° trim.	53,5	12,2	11,8	10,7	17,4	1,4	98,5	22,4	31,3	12,5	29,8	2,5
2009 giu.	126,8	22,2	20,7	14,3	69,2	0,5	99,7	21,2	16,2	11,2	50,7	0,3
lug.	40,0	23,2	37,3	12,5	-34,3	1,3	81,3	22,4	52,2	13,1	-8,3	1,9
ago.	45,4	21,2	-3,2	-0,3	25,5	2,1	93,6	37,4	10,1	2,7	40,4	2,9
set.	75,0	-7,8	1,4	19,8	61,0	0,7	120,5	7,3	31,6	21,8	57,2	2,6

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.

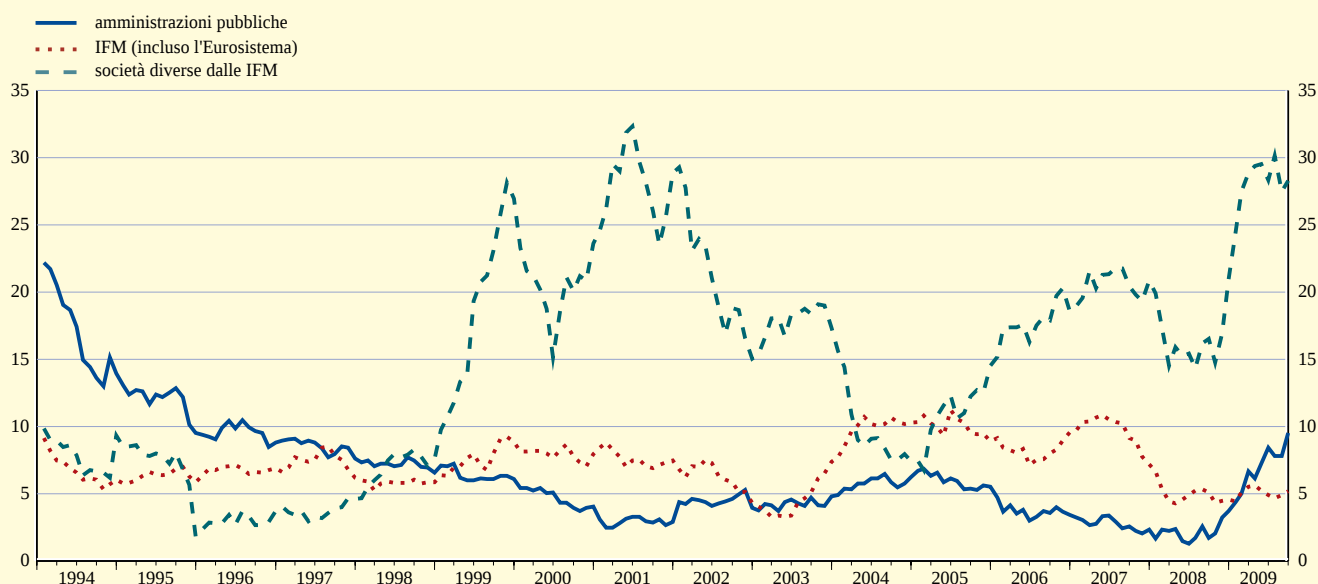
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2008 set.	7,0	6,9	23,7	6,0	2,6	2,3	8,7	8,1	28,4	5,3	3,9	5,9
ott.	6,9	5,3	20,9	4,5	5,0	2,9	9,5	6,7	25,5	5,4	8,2	9,9
nov.	8,1	5,7	23,8	4,3	6,7	2,8	11,0	5,1	30,4	5,1	12,5	7,1
dic.	9,4	5,5	27,8	7,3	8,4	4,1	13,1	4,8	35,4	12,9	15,5	9,8
2009 gen.	10,1	5,3	30,0	7,0	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,3	16,0	8,7
feb.	11,0	6,3	32,1	8,1	10,1	6,6	13,0	3,8	36,3	13,3	16,0	7,4
mar.	11,9	6,5	33,2	9,0	11,5	8,0	15,1	4,9	38,0	13,0	19,5	10,2
apr.	12,0	6,3	33,3	10,2	11,6	10,7	14,6	6,1	41,5	15,4	14,9	11,5
mag.	12,0	5,5	32,9	10,2	12,7	9,6	13,0	5,9	35,2	15,9	12,7	12,1
giu.	11,9	4,9	29,7	11,8	13,6	9,7	10,6	4,8	24,2	10,8	11,8	9,8
lug.	11,8	4,2	30,7	13,1	13,5	9,5	10,5	4,9	24,2	14,1	11,0	10,4
ago.	10,9	3,6	26,9	12,7	13,3	9,1	8,8	3,2	18,5	12,2	10,5	10,8
set.	12,0	4,2	27,1	15,1	14,8	10,7	9,0	3,5	17,3	17,1	10,3	11,3
A lungo termine												
2008 set.	5,7	5,1	21,4	4,5	1,7	2,2	7,5	7,1	27,1	5,5	1,9	4,3
ott.	5,2	4,3	19,1	3,8	2,1	1,4	6,7	6,0	23,5	4,5	2,1	5,5
nov.	6,2	4,5	22,3	3,2	3,4	1,3	8,0	4,6	29,2	3,6	5,2	3,0
dic.	7,3	4,6	26,8	5,5	3,8	2,2	9,7	3,9	35,5	9,7	7,1	4,6
2009 gen.	8,1	4,4	30,7	8,2	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,0	7,1	4,3
feb.	9,2	5,1	33,9	10,5	5,1	4,0	10,6	3,0	41,0	19,4	7,3	3,2
mar.	10,3	5,5	34,8	13,0	6,7	5,9	13,3	4,0	42,9	21,0	11,7	7,5
apr.	10,3	5,6	34,7	14,8	5,9	8,8	14,0	5,3	46,8	26,2	9,9	12,0
mag.	10,6	5,2	34,4	16,4	7,1	8,6	13,4	5,9	39,6	30,6	9,1	14,4
giu.	10,8	4,9	31,7	19,1	8,4	8,5	12,0	5,7	28,0	29,2	9,8	12,8
lug.	10,8	4,6	33,4	21,1	7,8	8,1	11,2	6,2	25,3	26,4	8,5	12,1
ago.	10,5	4,9	29,9	20,6	7,8	8,1	10,4	6,8	19,7	21,9	8,2	13,2
set.	11,5	5,2	30,1	23,1	9,5	9,4	9,9	6,4	18,7	25,2	7,5	11,4

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

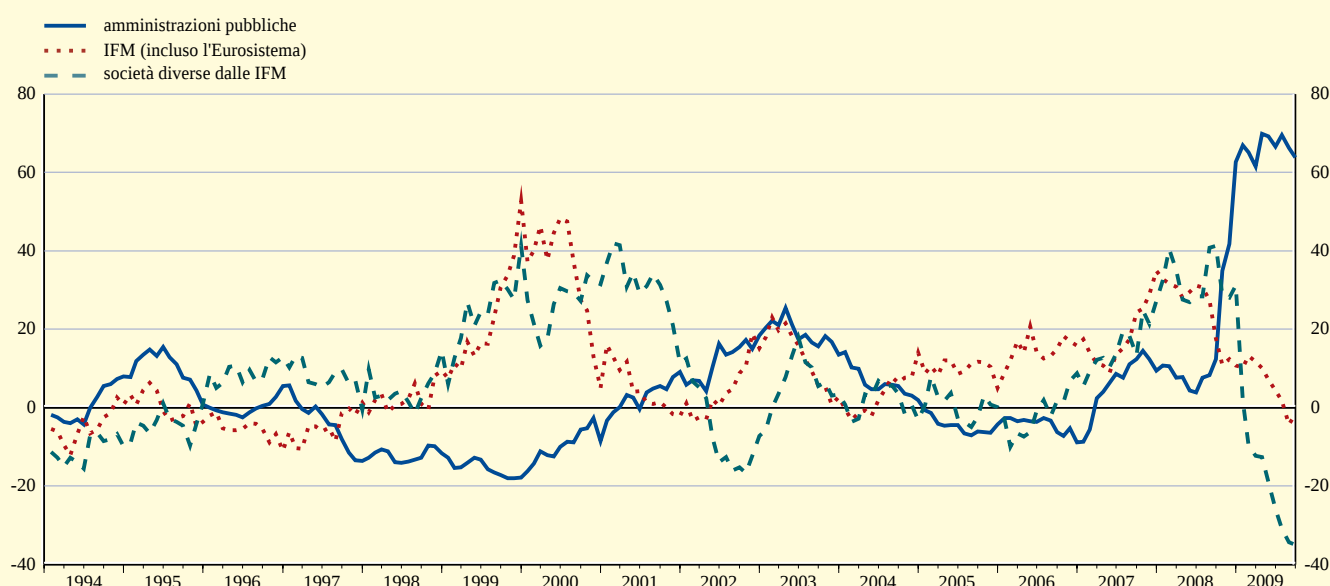
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾ (continua)

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2007	5,2	7,2	17,1	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	12,8	5,5	33,5	7,0	7,6	3,2
2008 4° trim.	3,2	4,5	4,8	4,5	2,3	-0,7	13,0	5,7	33,8	4,4	3,8	10,2
2009 1° trim.	6,1	5,0	13,0	12,3	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,5	0,8	11,1
2° trim.	9,0	7,0	20,3	21,3	7,4	4,7	14,6	3,3	44,1	-1,3	-0,6	20,6
3° trim.	10,6	7,3	24,7	28,4	8,9	3,7	11,6	1,0	36,6	-3,5	-1,6	26,3
2009 apr.	8,4	6,7	19,7	20,1	6,6	5,4	15,6	4,5	45,5	-0,8	-1,5	20,3
mag.	9,3	7,3	20,9	22,3	7,4	5,1	14,1	2,2	44,2	-2,1	-0,5	20,9
giu.	10,3	7,0	22,4	25,4	9,1	4,2	12,4	1,3	38,5	-1,3	0,1	24,6
lug.	10,4	6,8	25,9	28,5	8,6	3,7	12,4	1,5	39,3	-3,3	-2,3	24,9
ago.	10,5	7,5	24,7	28,1	8,7	3,2	10,6	0,9	34,0	-3,9	-3,8	27,1
set.	11,7	8,3	24,6	31,7	9,9	4,2	11,2	0,1	34,6	-5,0	2,9	29,4
	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	35,1	7,2	7,9	2,0
2008 4° trim.	3,3	4,7	7,2	2,2	2,5	-1,2	15,3	7,6	36,5	5,1	4,0	9,2
2009 1° trim.	6,5	6,1	16,4	9,5	5,5	0,9	18,7	7,9	47,8	0,5	0,9	11,0
2° trim.	9,6	8,9	23,4	19,6	7,6	4,0	17,4	5,3	47,1	-2,0	-0,7	22,5
3° trim.	11,3	9,5	26,6	27,3	9,2	3,0	13,9	2,8	38,9	-4,1	-2,4	28,7
2009 apr.	9,0	8,6	23,2	18,2	6,8	4,8	18,3	6,5	48,6	-1,4	-1,6	22,2
mag.	9,9	9,6	23,9	20,6	7,6	4,6	16,8	4,3	47,2	-2,9	-0,6	22,9
giu.	10,9	8,9	24,5	24,3	9,4	3,5	14,9	3,1	41,4	-2,0	-0,2	26,8
lug.	11,0	9,0	27,9	27,3	8,8	3,0	14,8	3,4	41,8	-3,7	-3,0	27,2
ago.	11,2	9,7	26,8	27,3	8,9	2,6	12,6	2,6	36,2	-4,5	-4,9	29,5
set.	12,3	10,9	25,9	30,5	10,0	3,5	13,3	2,0	36,5	-5,9	1,7	31,8

F19 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; valori di mercato)

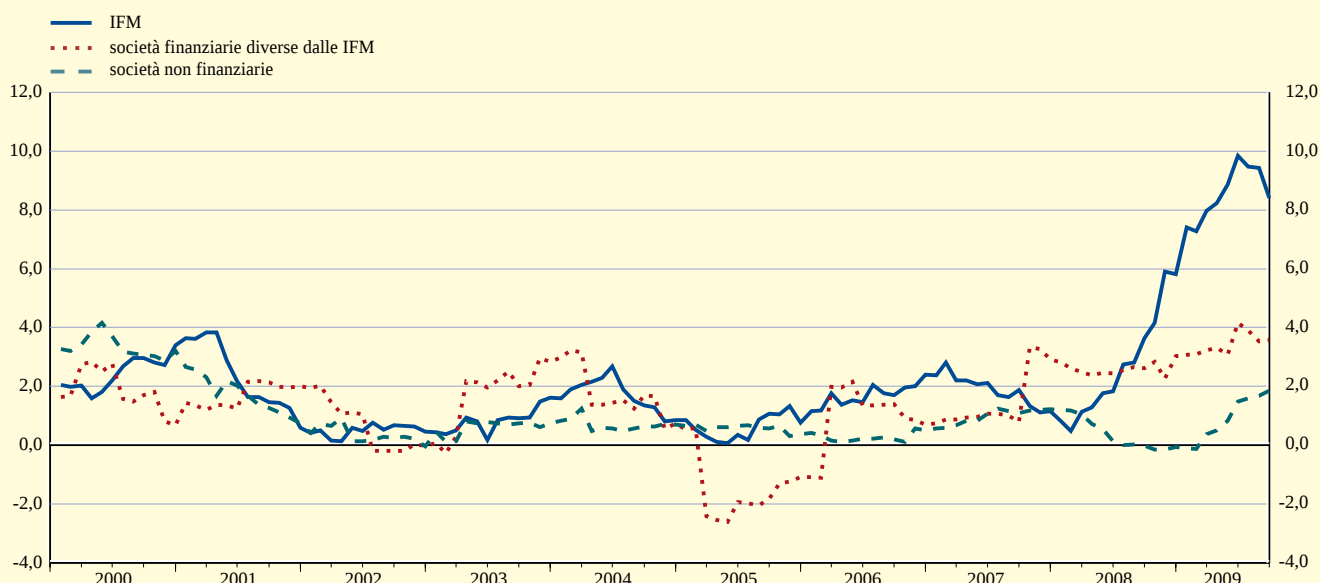
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 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 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.	3.286,9	105,6	1,1	342,8	7,4	243,9	3,1	2.700,3	-0,1
feb.	2.922,2	105,6	1,1	275,0	7,3	192,4	3,1	2.454,8	-0,1
mar.	3.010,5	106,1	1,5	314,5	8,0	209,7	3,2	2.486,4	0,4
apr.	3.435,6	106,2	1,7	412,8	8,2	256,4	3,3	2.766,4	0,5
mag.	3.580,6	106,5	2,0	453,2	8,9	262,3	3,1	2.865,1	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	3,5	3.171,0	1,7
set.	4.213,3	107,6	2,8	593,0	8,4	327,6	3,6	3.292,7	1,9

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 i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

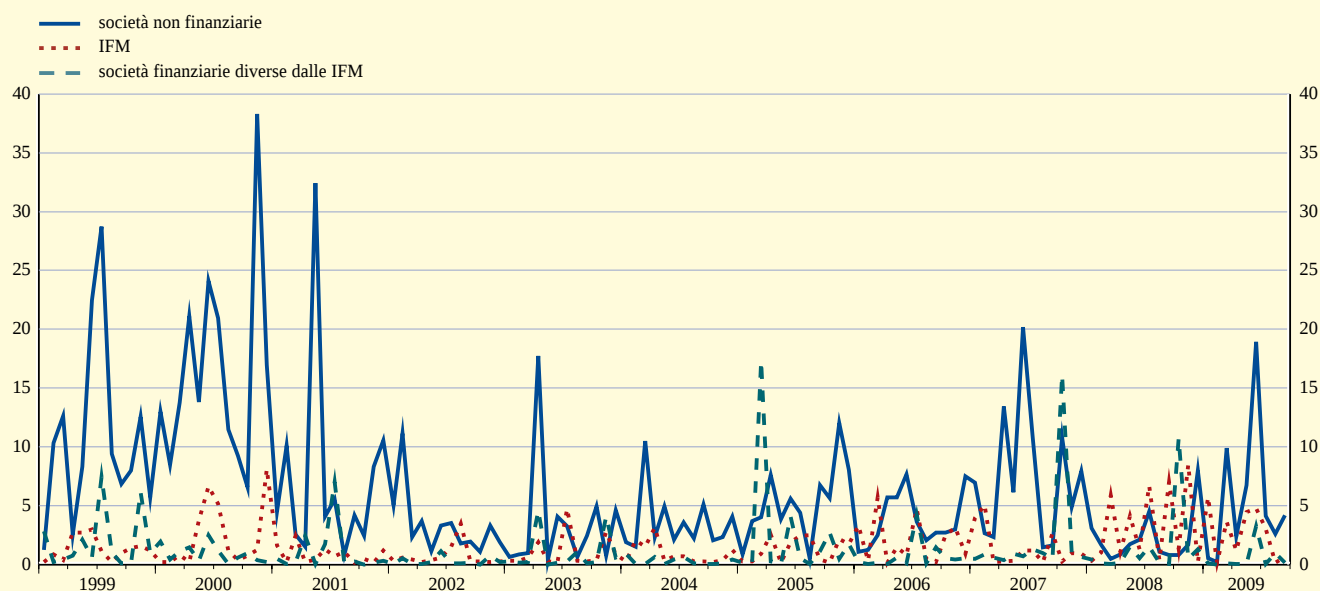
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 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
set.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1	4,2	0,2	3,9

F21 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 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	3,38	3,23	2,49	3,98	1,10	1,61	3,21	3,89	1,55
mar.	0,80	2,24	2,94	3,07	2,31	3,87	0,93	1,36	2,96	3,30	1,23
apr.	0,66	2,01	2,69	2,87	2,22	3,75	0,77	1,15	2,64	3,06	1,12
mag.	0,61	1,89	2,39	2,71	1,98	3,62	0,74	1,08	2,38	3,11	1,02
giu.	0,56	1,86	2,38	2,57	1,95	3,52	0,63	1,04	2,17	2,58	0,93
lug.	0,52	1,86	2,41	2,61	1,86	3,38	0,56	0,82	2,47	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.	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
ott.	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,95	2,72	0,56

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 nov. dic.	10,78 10,45	8,85 8,16	7,17 7,03	8,69 8,39	8,88 8,48	5,63 5,09	5,34 5,06	5,22 5,10	5,28 5,13	5,58 5,30	5,84 4,99	6,15 5,75	5,75 5,29
2009 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago. set. ott.	10,14 10,15 9,94 9,71 9,62 9,55 9,31 9,26 9,25 9,16	8,27 8,06 7,51 7,43 7,87 7,30 7,67 7,96 7,80 7,43	7,03 6,65 6,51 6,50 6,44 6,36 6,49 6,54 6,47 6,39	8,63 8,49 8,31 8,27 8,17 8,03 8,04 7,96 7,93 7,94	8,66 8,35 8,05 8,05 8,08 7,83 8,02 8,17 8,03 7,90	4,37 3,97 3,65 3,38 3,22 3,12 3,03 3,00 2,81 2,78	4,77 4,54 4,34 4,21 4,15 4,12 4,09 4,10 4,05 4,01	4,92 4,80 4,61 4,55 4,50 4,51 4,54 4,54 4,48 4,45	5,00 4,89 4,72 4,68 4,58 4,58 4,54 4,45 4,45 4,40	5,58 4,86 4,38 4,22 4,12 4,07 4,02 4,06 3,92 3,85	5,84 4,43 3,83 3,54 3,60 3,54 3,35 3,21 3,13 3,18	6,15 5,44 5,03 4,72 4,71 4,76 4,77 4,74 4,66 4,73	5,75 5,23 5,16 5,05 4,90 4,90 4,95 4,91 4,82 4,74 4,72

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2008 nov. dic.	6,66 6,24	6,04 5,38	6,10 5,78	5,41 5,32	4,86 4,28	5,01 4,50	4,97 4,76
2009 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago. set. ott.	5,65 5,38 5,08 4,72 4,64 4,55 4,34 4,24 4,25 4,19	4,73 4,32 4,03 3,82 3,73 3,64 3,56 3,42 3,36 3,33	5,46 5,24 5,06 5,00 5,00 4,85 4,78 4,67 4,54 4,48	5,24 4,96 4,74 4,60 4,52 4,49 4,32 4,24 4,16 4,18	3,52 3,12 2,85 2,54 2,48 2,57 2,37 2,31 2,06 2,14	3,95 3,51 3,22 3,34 3,21 3,08 2,89 2,80 2,89 2,73	4,58 4,23 3,87 4,01 3,98 3,71 3,90 3,83 3,64 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 non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non 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.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

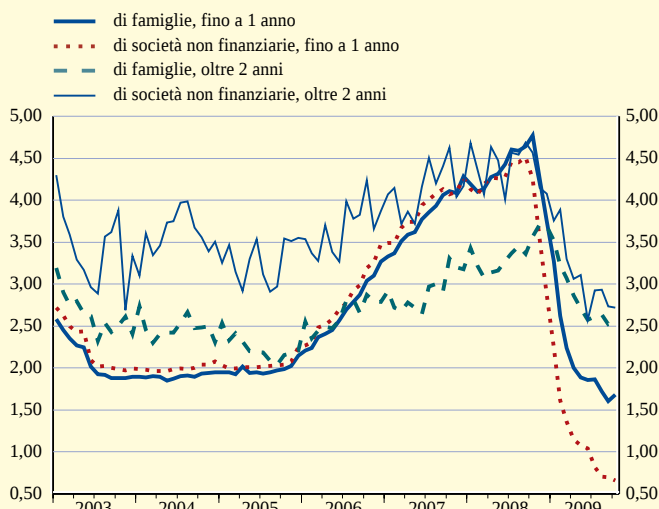
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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	0,56	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.	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,82	3,39	1,45
ott.	0,46	2,64	2,95	1,55	2,97	0,49	1,72	3,33	1,35

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 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	7,97	6,91	5,79	3,91	3,72	4,00
lug.	4,31	4,31	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.	4,19	4,26	4,25	7,80	6,72	5,63	3,62	3,44	3,68
ott.	4,05	4,19	4,17	7,69	6,67	5,54	3,57	3,38	3,60

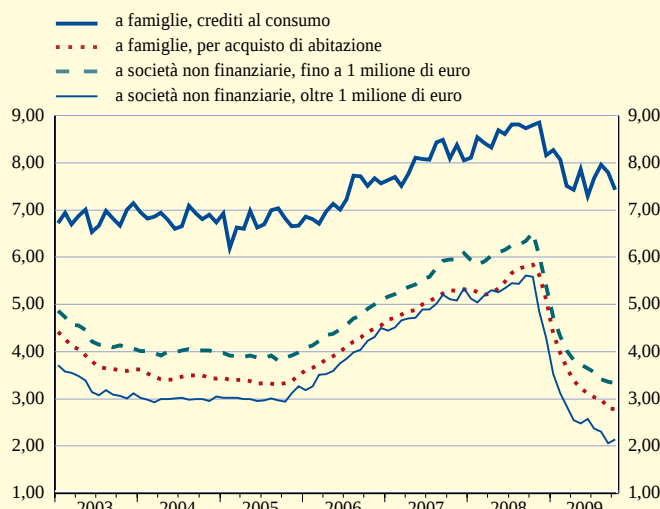
F22 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F23 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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

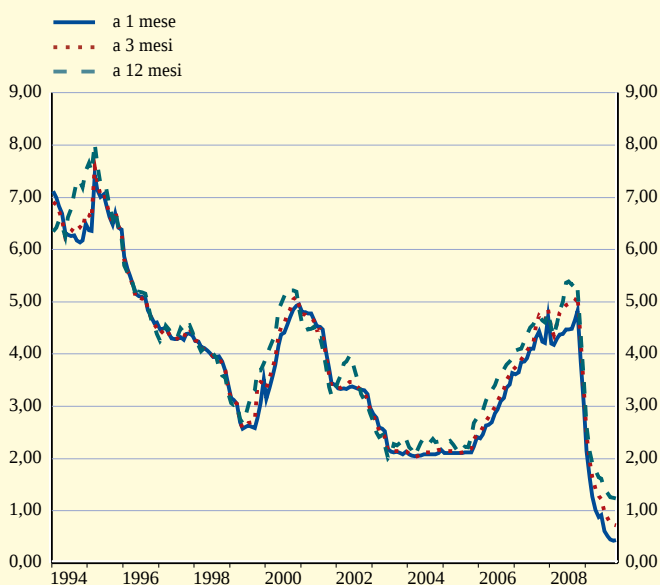
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ^{1), 2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 3° trim.	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
4° trim.	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 1° trim.	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2° trim.	0,77	0,94	1,31	1,51	1,67	0,84	0,53
3° trim.	0,36	0,53	0,87	1,13	1,34	0,41	0,40
2008 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
nov.	0,36	0,44	0,72	0,99	1,23	0,27	0,31

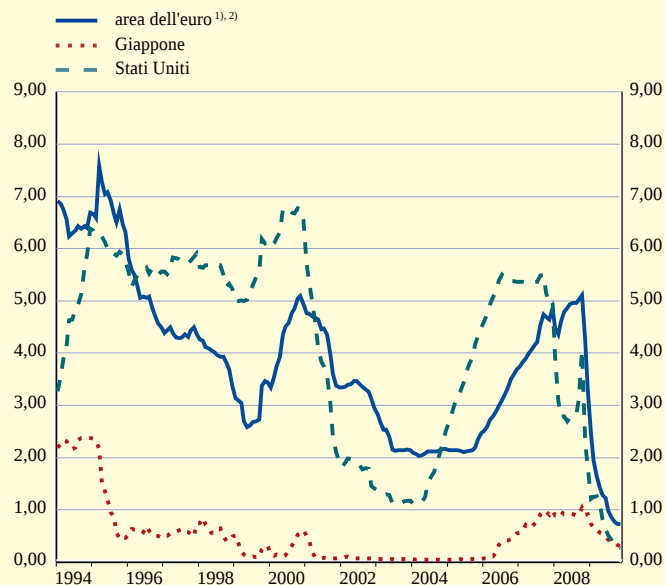
F24 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

(medie mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F25 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

(medie 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.

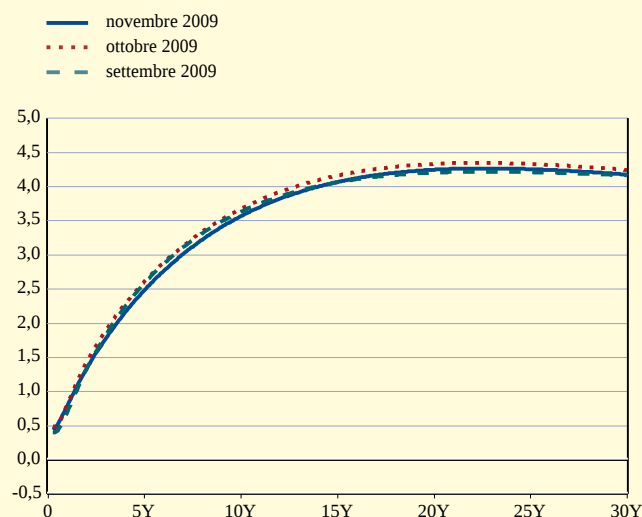
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 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 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
nov.	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04

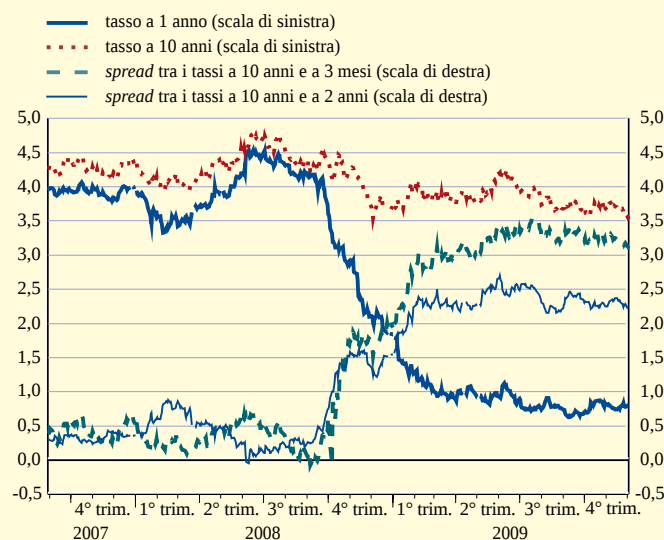
F26 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

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

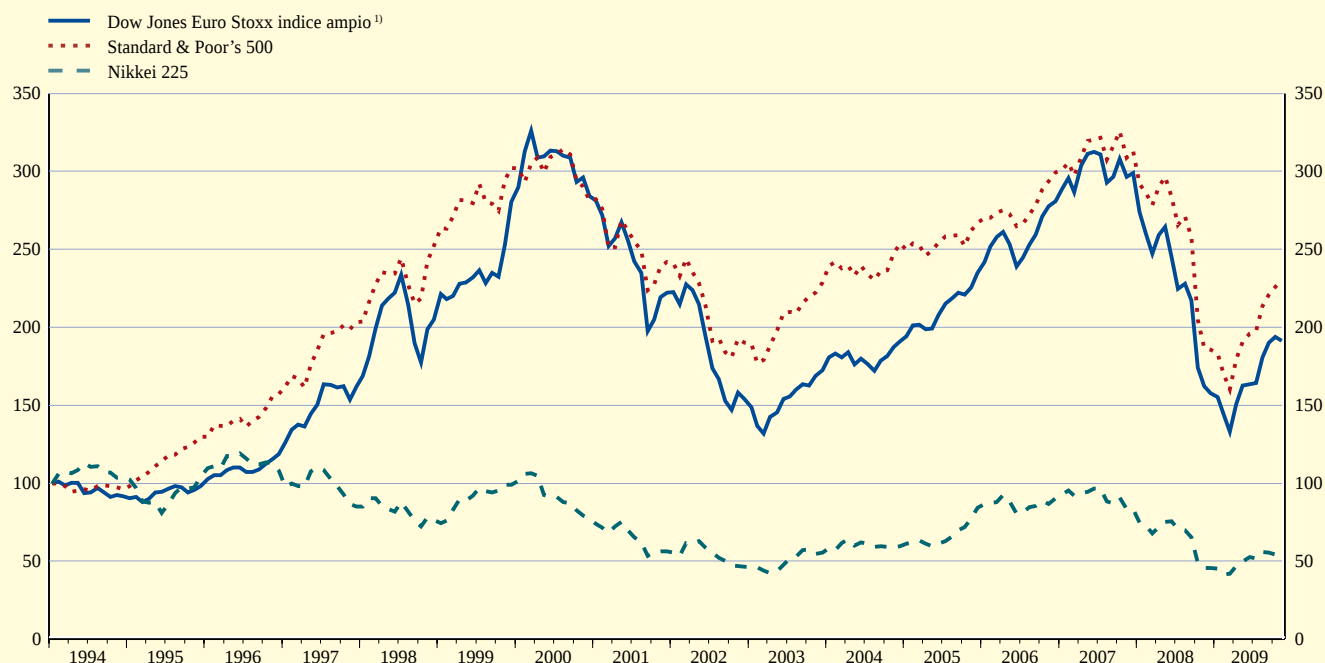
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed 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 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
nov.	265,4	2.843,8	415,4	149,5	280,0	315,3	208,7	313,6	209,9	369,8	414,5	391,5	1.088,1	9.641,0

F28 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale		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
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici											
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	1,1	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	0,2	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	0,2	0,1	-0,9	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	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,1
2009 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	-0,2	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.	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,8
nov. ⁴⁾	.	0,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						
in perc. del totale ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	Di locazione 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 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
ott.	-0,4	0,3	-1,6	-2,0	0,3	-8,5	1,9	1,6	2,6	-0,3	1,6	2,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) 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.
- 3) Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2009.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma 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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Industria escluse le costruzioni											
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici		
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
in perc. del totale ³⁾	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	3,4	7,5
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,5	1,4	1,5	13,4	4,7	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	3,7	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	5,0	-
4° trim.	113,7	3,4	0,7	2,4	2,6	2,5	2,0	2,6	1,9	6,7	3,4	0,6 ⁴⁾
2009 1° trim.	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,1	2,2	-
2° trim.	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-0,4	.
3° trim.	108,0	-7,8	-7,4	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	.	-
2009 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	-14,8	-	-
lug.	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,8	-	-
ago.	108,3	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,2	-3,1	-16,7	-	-
set.	108,0	-7,6	-6,9	-4,2	-7,3	-0,5	-2,7	0,7	-3,2	-17,3	-	-
ott.	108,2	-6,7	-5,2	-3,9	-6,4	-0,7	-2,8	0,4	-3,3	-14,4	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio ⁵⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni ⁶⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁷⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esporta- zioni ⁸⁾	Importa- zioni ⁸⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi		
in perc. del totale		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	2,6	3,8
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,6	1,6	1,4
2008	65,9	2,0	18,2	-4,3	-1,7	9,6	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,8	2,2	2,5	3,7
2008 3° trim.	77,6	6,8	16,2	2,8	0,6	4,3	-1,9	119,3	2,2	3,1	3,4	2,8	2,6	3,5	5,6
4° trim.	43,5	-10,1	-7,8	-11,2	-14,6	-13,1	-15,8	120,0	2,4	2,0	2,0	2,2	1,7	1,4	0,5
2009 1° trim.	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	1,2	0,4	2,8	0,3	-2,5	-4,5
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	0,0	-0,3	1,7	-1,0	-4,1	-6,8
3° trim.	48,1	-18,7	-12,3	-21,7	-18,9	-15,2	-21,4	120,4	0,9	-0,3	-0,7	2,2	-1,7	-5,0	-8,0
2009 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	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	52,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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) Prezzi degli *input* delle costruzioni residenziali.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) Nel 2005.

4) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e la 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.

5) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

7) 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>).

8) 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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾							
2005	109,0	1,2	8,5	-0,6	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	0,9	1,5	-0,6	3,3	0,5	2,0	2,1
2007	111,7	1,5	2,2	0,7	4,5	0,5	2,2	1,7
2008	115,3	3,2	-0,4	3,5	2,1	3,3	3,1	3,1
2008 2° trim.	114,7	2,8	-1,4	1,2	2,0	2,3	2,8	4,4
3° trim.	115,6	3,6	-1,2	3,9	2,3	4,5	3,5	2,6
4° trim.	118,1	4,7	-0,6	9,8	1,9	5,3	2,4	3,2
2009 1° trim.	120,1	5,8	1,0	16,6	1,6	6,9	0,3	3,3
2° trim.	120,2	4,8	1,3	14,5	0,4	6,2	1,4	1,8
	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	2,4	4,5
3° trim.	121,9	3,5	3,2	3,1	4,2	4,1	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 ²⁾							
2005	103,1	0,8	-5,5	2,5	-1,0	1,2	0,2	-0,2
2006	104,5	1,4	1,8	3,9	0,2	1,1	0,3	-0,4
2007	105,5	0,9	1,4	2,0	-1,6	1,4	0,2	0,7
2008	105,3	-0,1	3,2	-0,5	1,6	-0,4	-0,6	0,5
2008 2° trim.	105,6	0,3	3,7	1,5	1,5	-0,2	-0,4	0,1
3° trim.	105,5	-0,1	4,5	-0,8	1,9	-0,4	-0,5	0,8
4° trim.	103,8	-1,7	3,3	-6,5	1,9	-2,2	-0,4	0,3
2009 1° trim.	102,0	-3,8	2,2	-13,8	0,9	-4,3	0,2	-0,1
2° trim.	102,3	-3,1	2,3	-13,1	3,0	-3,4	0,6	0,2

5. Costo orario del lavoro ³⁾

	Totale (indice dest. 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,3

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) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi non inclusi in altre classificazioni. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) Nel 2008.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2005	8.141,2	8.021,5	4.660,9	1.668,6	1.682,4	6,3	119,7	3.094,4	2.974,7
2006	8.560,5	8.462,2	4.864,3	1.739,1	1.831,2	23,7	98,2	3.452,0	3.353,7
2007	9.005,8	8.863,9	5.056,6	1.808,7	1.968,4	27,5	142,0	3.733,6	3.591,7
2008	9.259,4	9.157,4	5.222,1	1.898,6	2.001,8	41,5	101,9	3.861,1	3.759,2
2008 3° trim.	2.325,2	2.306,9	1.315,1	476,1	503,1	16,3	18,3	986,2	967,9
4° trim.	2.294,4	2.279,8	1.303,1	482,5	482,5	14,0	14,6	901,6	887,0
2009 1° trim.	2.239,5	2.232,0	1.286,6	489,8	454,8	3,5	7,5	799,8	792,3
2° trim.	2.238,0	2.216,5	1.290,1	495,4	445,6	-13,3	21,4	783,3	761,8
3° trim.	2.251,7	2.227,0	1.291,6	498,8	443,3	.	24,7	807,0	782,3
in percentuale del PIL									
2008	100,0	98,9	56,4	20,5	21,6	0,4	1,1	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2008 3° trim.	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,4	-	-	-1,3	-0,1
4° trim.	-1,9	-0,8	-0,5	0,6	-3,8	-	-	-7,2	-4,8
2009 1° trim.	-2,4	-1,9	-0,5	0,6	-4,9	-	-	-8,7	-7,4
2° trim.	-0,2	-0,8	0,0	0,6	-1,7	-	-	-1,3	-2,9
3° trim.	0,4	0,2	-0,2	0,5	-0,4	-	-	2,9	2,6
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2005	1,7	1,9	1,8	1,6	3,3	-	-	5,2	5,9
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,5	-	-	8,5	8,5
2007	2,7	2,4	1,6	2,3	4,7	-	-	6,2	5,5
2008	0,6	0,6	0,4	2,1	-0,3	-	-	1,0	0,9
2008 3° trim.	0,4	0,3	0,0	2,2	-0,8	-	-	1,0	0,7
4° trim.	-1,8	-0,6	-0,7	2,4	-5,5	-	-	-6,9	-4,1
2009 1° trim.	-5,0	-3,2	-1,3	2,5	-10,9	-	-	-16,8	-12,8
2° trim.	-4,8	-3,4	-0,9	2,4	-11,3	-	-	-17,4	-14,4
3° trim.	-4,1	-3,2	-1,1	2,5	-10,4	-	-	-13,9	-12,1
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali									
2008 3° trim.	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,5	-	-
4° trim.	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,8	0,2	-1,1	-	-
2009 1° trim.	-2,4	-1,9	-0,3	0,1	-1,0	-0,7	-0,5	-	-
2° trim.	-0,2	-0,8	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	0,1	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali									
2005	1,7	1,9	1,1	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	0,0	0,0	0,1	-	-
2008 3° trim.	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,2	0,0	0,1	-	-
4° trim.	-1,8	-0,6	-0,4	0,5	-1,2	0,6	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-5,0	-3,1	-0,7	0,5	-2,4	-0,5	-1,9	-	-
2° trim.	-4,8	-3,3	-0,5	0,5	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
3° trim.	-4,1	-3,2	-0,6	0,5	-2,2	-0,8	-0,9	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) 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.
- 2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) 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

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2005	7.296,5	143,7	1.481,8	439,8	1.541,5	2.018,5	1.671,2	844,8
2006	7.646,6	141,3	1.564,3	476,4	1.598,2	2.134,6	1.731,7	913,9
2007	8.046,9	151,3	1.638,6	509,4	1.673,0	2.271,3	1.803,3	959,0
2008	8.313,4	146,5	1.659,7	533,2	1.726,7	2.365,0	1.882,3	946,0
2008 3° trim.	2.087,9	35,9	417,9	134,6	434,0	594,2	471,2	237,3
4° trim.	2.064,1	34,9	395,4	132,0	428,6	594,9	478,3	230,3
2009 1° trim.	2.016,2	34,6	359,4	130,3	417,9	589,3	484,7	223,3
2° trim.	2.016,1	33,6	353,1	129,3	418,4	592,3	489,4	221,8
3° trim.	2.030,7	32,6	361,5	128,6	420,8	594,7	492,4	221,0
in percentuale del valore aggiunto								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)								
variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2008 3° trim.	-0,5	0,3	-1,9	-1,5	-0,4	0,0	0,5	-0,1
4° trim.	-1,9	0,5	-6,4	-1,6	-1,9	-0,5	0,2	-2,0
2009 1° trim.	-2,4	-0,5	-8,2	-1,1	-2,8	-0,8	0,1	-2,6
2° trim.	-0,2	0,2	-1,5	-0,6	-0,2	0,1	0,6	0,2
3° trim.	0,4	0,2	2,0	-1,0	0,2	-0,1	0,1	0,6
variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2005	1,7	-6,1	1,4	1,6	2,0	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	0,1	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	-0,1	2,3	2,3	3,4	4,3	2,0	0,9
2008	0,9	1,7	-0,6	-0,6	0,8	1,7	1,6	-1,2
2008 3° trim.	0,6	2,9	-1,0	-1,0	0,4	1,3	1,7	-1,5
4° trim.	-1,7	2,5	-7,7	-3,4	-2,0	0,3	1,6	-2,6
2009 1° trim.	-4,9	0,2	-16,5	-6,0	-5,5	-1,0	1,2	-5,6
2° trim.	-4,9	0,5	-17,0	-4,7	-5,2	-1,3	1,5	-4,5
3° trim.	-4,1	0,5	-13,6	-4,3	-4,6	-1,4	1,1	-3,8
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali								
2008 3° trim.	-0,5	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-
2009 1° trim.	-2,4	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	-
3° trim.	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali								
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	0,1	0,7	1,2	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2008 3° trim.	0,6	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,4	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.	-4,9	0,0	-3,5	-0,3	-1,1	-0,4	0,3	-
3° trim.	-4,1	0,0	-2,7	-0,3	-0,9	-0,4	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) 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

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici		
			Industria manifattu- riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve- stimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	78,0	78,0	69,4	68,8	28,2	22,1	18,5	2,6	15,9	9,1	22,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,9	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	2,9	4,4	2,7	0,6	3,1
2007	3,3	108,2	3,7	4,1	4,3	3,7	6,7	2,3	1,3	2,5	-0,9	1,6
2008	-2,3	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,2	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,5
2008 4° trim.	-8,9	98,6	-9,0	-9,2	-9,5	-13,3	-8,6	-4,7	-11,9	-3,5	-4,1	-8,2
2009 1° trim.	-16,9	90,2	-18,5	-20,2	-20,7	-25,3	-23,9	-7,4	-19,9	-5,4	-4,4	-10,3
2° trim.	-16,7	89,2	-18,6	-19,5	-19,9	-24,2	-24,2	-6,0	-21,5	-3,3	-8,9	-7,5
3° trim.	-14,0	91,1	-14,6	-15,4	-15,9	-18,3	-21,3	-4,1	-19,0	-1,9	-6,5	-9,9
2009 apr.	-18,7	88,3	-21,4	-22,0	-22,7	-27,2	-27,4	-7,4	-20,9	-5,0	-12,5	-5,7
mag.	-16,1	89,3	-17,7	-18,7	-18,9	-23,4	-23,0	-5,3	-20,0	-2,8	-7,6	-8,7
giu.	-15,2	90,1	-16,7	-17,8	-18,3	-22,2	-22,2	-5,3	-23,7	-2,3	-6,4	-8,0
lug.	-15,1	90,4	-15,9	-16,9	-17,7	-20,0	-23,5	-4,0	-20,7	-1,3	-6,0	-10,4
ago.	-14,7	91,4	-15,1	-16,2	-16,0	-19,1	-22,1	-5,5	-20,0	-3,8	-6,2	-11,0
set.	-12,3	91,6	-13,0	-13,4	-14,0	-15,8	-18,7	-3,1	-16,8	-1,0	-7,4	-8,5
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2009 apr.	-1,1	-	-0,4	-0,7	-1,3	-0,2	-1,4	0,4	0,7	0,4	-1,4	0,0
mag.	0,2	-	1,1	0,5	0,9	1,6	1,1	0,3	-2,1	0,7	1,7	-2,0
giu.	-0,2	-	0,9	-0,2	-0,3	0,7	0,1	-0,2	-3,6	0,2	1,7	-0,3
lug.	-0,5	-	0,3	-0,1	-0,3	1,5	-1,4	0,4	0,6	0,4	0,4	-1,7
ago.	-0,3	-	1,2	0,2	0,9	1,0	1,3	-0,5	5,2	-1,1	0,5	-0,1
set.	0,2	-	0,2	0,2	-0,3	0,8	1,4	0,1	-5,5	0,8	-1,5	-1,0

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
								Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	42,9	57,1	9,9	13,9		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	110,7	10,3	108,3	8,0	3,4	102,5	2,5	1,0	3,7	3,1	5,4	975	2,4
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,8	104,5	2,0	0,1	3,4	4,0	3,1	968	-0,5
2008	113,5	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,8	-0,7	-1,8	-0,1	-1,8	-2,0	896	-7,0
2008 4° trim.	94,6	-22,3	107,1	-7,5	-0,3	102,9	-1,6	-2,2	-1,2	-3,1	-2,7	825	-17,4
2009 1° trim.	83,1	-31,8	95,1	-21,6	-2,6	102,3	-2,5	-3,6	-1,6	-0,4	-6,0	828	-12,6
2° trim.	84,5	-30,6	94,1	-23,2	-2,7	102,1	-1,7	-1,5	-1,9	-2,1	-5,3	934	-0,2
3° trim.	91,1	-21,5	96,0	-18,7	-3,3	101,6	-1,9	-1,4	-2,3	-2,8	-2,9	960	9,6
2009 mag.	84,2	-30,4	94,5	-23,4	-3,5	101,9	-2,4	-2,2	-2,6	-4,5	-6,0	912	0,0
giu.	86,5	-25,8	93,6	-20,4	-2,7	101,9	-1,6	-1,5	-1,3	-1,6	-4,5	975	11,6
lug.	90,3	-25,0	94,9	-20,7	-2,9	101,8	-1,4	-1,7	-1,5	0,2	-3,3	976	6,7
ago.	90,8	-23,3	96,8	-18,8	-3,1	101,8	-1,7	-0,7	-2,5	-4,1	-2,9	934	14,4
set.	92,3	-16,5	96,2	-16,8	-4,0	101,3	-2,6	-1,9	-3,1	-4,8	-2,5	972	9,7
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	983	10,9
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2009 giu.	-	2,8	-	-0,9	-0,1	-	0,0	-0,2	0,0	0,5	0,3	-	6,8
lug.	-	4,4	-	1,4	-0,2	-	-0,1	-0,4	-0,1	1,0	0,2	-	0,2
ago.	-	0,5	-	1,9	0,0	-	0,0	0,7	-0,4	-2,4	-0,1	-	-4,3
set.	-	1,6	-	-0,6	-0,6	-	-0,5	-0,7	-0,3	0,2	0,0	-	4,1
ott.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	1,1

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (che comprende elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2005.

2) 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.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali ¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Clima di fiducia delle famiglie					
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoc- cupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,9	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	5	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 3° trim.	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	23	-14
4° trim.	75,6	-25	-36	18	-22	78,1	-27	-11	-34	49	-14
2009 1° trim.	65,7	-36	-56	20	-31	72,5	-33	-11	-41	64	-14
2° trim.	70,2	-33	-62	18	-21	70,0	-28	-9	-34	59	-11
3° trim.	79,9	-26	-58	12	-9	70,1	-21	-5	-20	51	-9
2009 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.	86,1	-21	-53	8	-2	70,7	-18	-3	-12	48	-8
nov.	88,8	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 3° trim.	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
4° trim.	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 1° trim.	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2° trim.	-34	-42	-25	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
3° trim.	-32	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-19	-13	-5
2009 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	-24	10	-12	-7	-10	-10	0
nov.	-26	-39	-14	-11	-19	10	-4	-4	-7	-8	4

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	15,9	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,846	1,0	1,0	0,5	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,148	1,6	1,8	0,7	-1,8	-0,3	2,7	1,7	3,9	1,8
2007	146,712	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,3	3,9	2,0	4,1	1,2
2008	147,821	0,8	0,9	-0,3	-1,4	-0,2	-2,2	1,3	2,2	1,1
2008 2° trim.	148,164	1,1	1,3	-0,2	-1,8	0,3	-1,4	1,6	2,6	1,4
3° trim.	147,743	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	1,8	1,0
4° trim.	147,304	0,0	0,1	-0,8	-1,0	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,4
2009 1° trim.	146,215	-1,2	-1,0	-2,3	-2,0	-3,0	-7,1	-1,2	-1,2	1,4
2° trim.	145,526	-1,8	-1,7	-2,2	-1,9	-4,6	-7,6	-1,9	-1,9	1,4
variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)										
2008 2° trim.	0,089	0,1	0,2	-0,5	-1,1	-0,1	-0,9	0,1	0,0	0,6
3° trim.	-0,421	-0,3	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-2,0	-0,2	0,0	0,1
4° trim.	-0,439	-0,3	-0,3	-0,4	0,3	-1,0	-2,1	-0,4	-0,4	0,6
2009 1° trim.	-1,089	-0,7	-0,7	-0,9	-0,7	-1,5	-2,1	-0,8	-0,8	0,1
2° trim.	-0,689	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,5	-1,5	-0,5	-0,6	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		77,9		22,1		50,4		49,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,710	9,0	10,668	7,9	3,042	17,5	6,915	8,1	6,796	10,0
2006	12,876	8,3	10,054	7,3	2,823	16,4	6,387	7,5	6,490	9,4
2007	11,672	7,5	9,123	6,6	2,549	14,9	5,734	6,7	5,938	8,5
2008	11,892	7,6	9,265	6,6	2,627	15,4	5,998	6,9	5,895	8,3
2008 3° trim.	11,951	7,6	9,304	6,6	2,646	15,6	6,065	7,0	5,886	8,3
4° trim.	12,687	8,0	9,873	7,0	2,813	16,6	6,547	7,6	6,139	8,6
2009 1° trim.	13,857	8,8	10,786	7,6	3,071	18,2	7,323	8,5	6,534	9,2
2° trim.	14,704	9,3	11,465	8,1	3,239	19,4	7,883	9,1	6,821	9,5
3° trim.	15,228	9,6	11,904	8,4	3,324	20,1	8,198	9,5	7,030	9,8
2009 mag.	14,685	9,3	11,437	8,1	3,248	19,4	7,885	9,1	6,800	9,5
giu.	14,894	9,4	11,650	8,2	3,244	19,5	7,989	9,2	6,905	9,6
lug.	15,052	9,5	11,771	8,3	3,280	19,8	8,089	9,4	6,963	9,7
ago.	15,199	9,6	11,882	8,4	3,318	20,0	8,178	9,5	7,021	9,8
set.	15,433	9,8	12,058	8,5	3,375	20,3	8,328	9,6	7,105	9,9
ott.	15,567	9,8	12,136	8,6	3,431	20,6	8,393	9,7	7,174	10,0

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2008.

3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.

4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Famiglie	Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
	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 ³⁾
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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 ⁴⁾							
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza 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
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
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 (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	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 ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,1	1,2	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 (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche						Effetti di rivalu- tazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismis- sioni				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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 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 (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	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

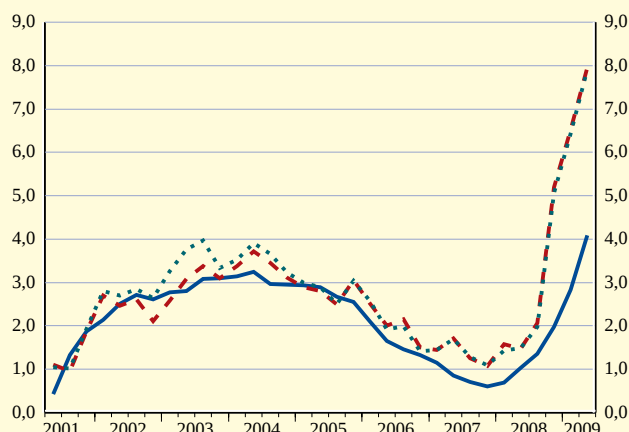
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

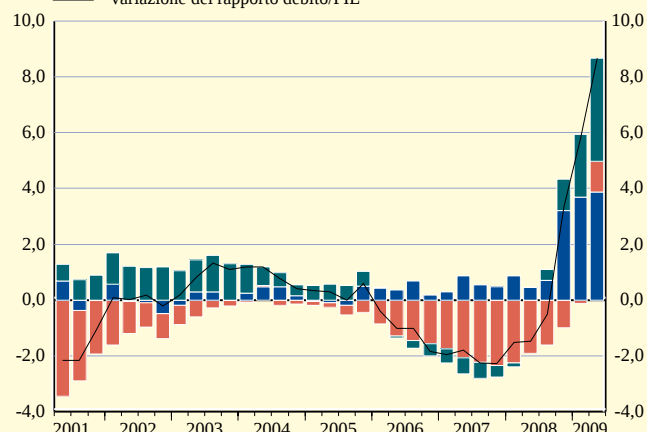
1) Dati relativi agli Euro 16.

2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

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



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

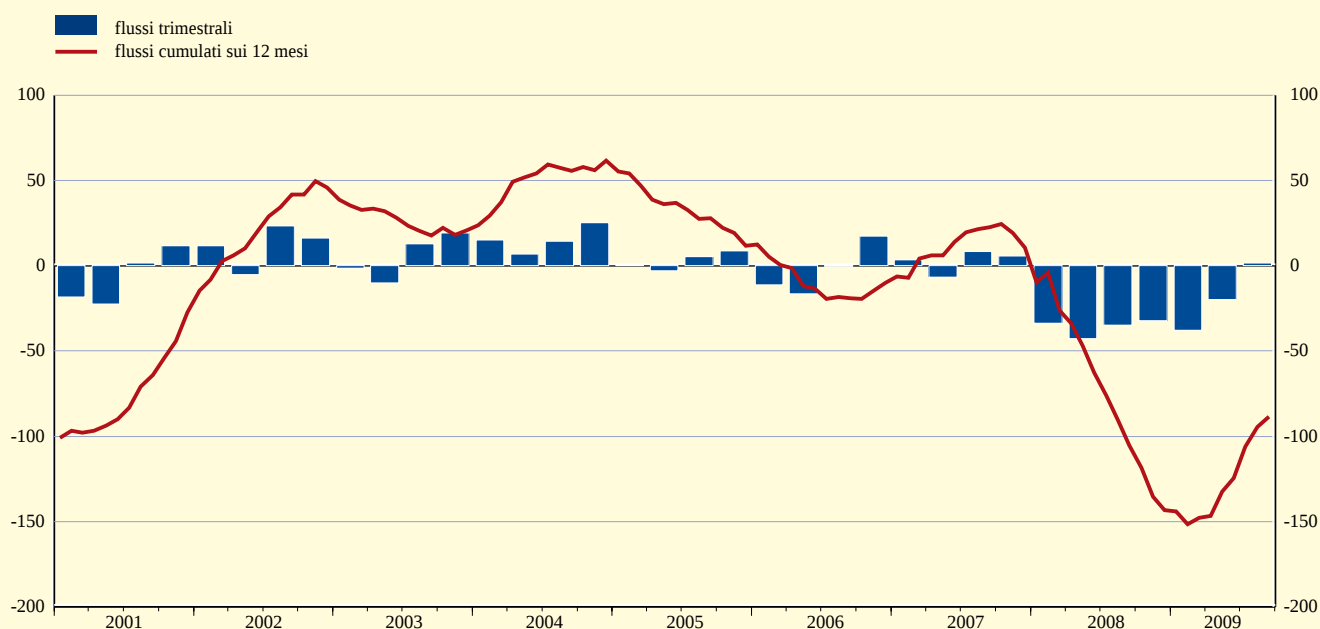
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2006	-10,2	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 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
3° trim.	1,6	13,7	10,7	-1,1	-21,6	1,4	2,9	-5,2	-14,4	96,8	-0,1	-87,3	-0,2	2,3
2008 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.	-3,5	-1,0	3,2	2,0	-7,7	0,7	-2,8	-5,5	2,8	46,1	-6,1	-48,5	0,2	8,4
set.	-5,0	2,1	3,0	-2,8	-7,3	0,1	-4,9	10,1	-25,7	53,7	-1,7	-18,9	2,6	-5,1
flussi cumulati sui 12 mesi														
2009 set.	-88,5	16,6	25,6	-39,9	-90,7	6,8	-81,7	102,3	-134,9	477,5	1,5	-244,3	2,5	-20,7

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

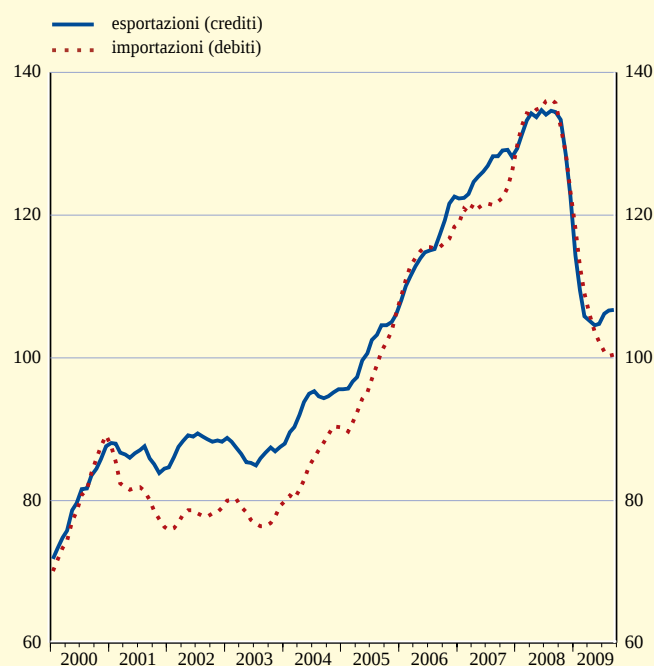
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente												Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		Crediti	Debiti	
											Rimesse dei lavoratori	Rimesse dei lavoratori			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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 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
3° trim.	565,2	563,6	1,6	323,3	309,6	124,8	114,2	103,5	104,7	13,6	.	35,2	.	3,8	2,4
2009 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.	173,4	176,9	-3,5	93,7	94,8	41,0	37,8	33,8	31,7	4,9	.	12,6	.	1,4	0,7
set.	192,2	197,2	-5,0	112,2	110,1	41,1	38,1	34,5	37,3	4,4	.	11,7	.	1,0	0,9
	Dati destagionalizzati														
2008 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	.	.	.
3° trim.	560,8	560,5	0,3	320,1	301,2	115,2	108,5	105,6	111,2	19,9	.	39,6	.	.	.
2009 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.	189,5	184,4	5,1	108,4	99,0	38,1	35,0	36,5	37,6	6,6	.	12,8	.	.	.
ago.	186,6	186,0	0,6	105,3	99,8	38,6	36,2	35,9	36,2	6,9	.	13,8	.	.	.
set.	184,7	190,0	-5,4	106,5	102,4	38,5	37,3	33,3	37,4	6,4	.	12,9	.	.	.

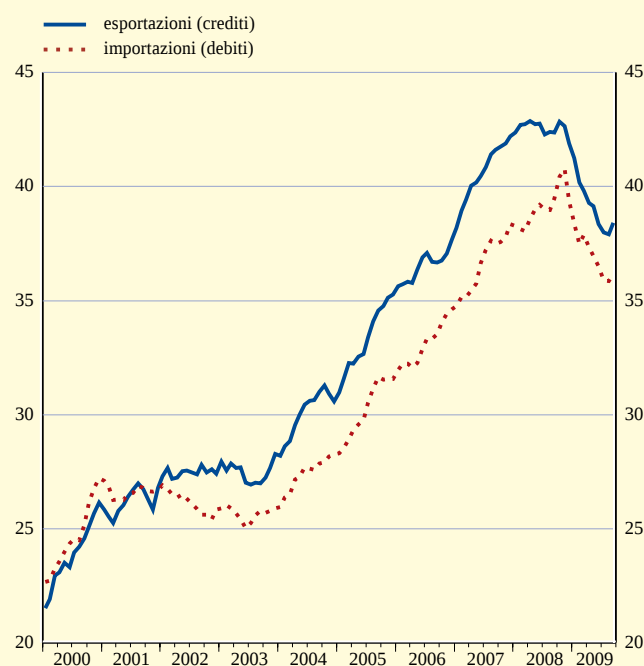
F32 Conto dei beni

(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	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
			Crediti	Debiti	Crediti		Debiti		Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
					Utili reinvestiti		Utili reinvestiti									
	1	2	3	4	5	6	7	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									
dal 3° trim. 2008 al 2° trim. 2009	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	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
Conto capitale	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															
Conto corrente	-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
Conto capitale	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 nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,0	141,8	-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	144,7	156,6	-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	143,7	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	142,7	160,7	-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	145,9	163,2	-17,3	3.958,1	3.318,5	3.859,5	6.300,3	-57,9	5.107,3	5.201,8	381,5
Variazioni nelle consistenze														
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
Transazioni														
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	21,5	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
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
3° trim.	-40,0	-45,2	5,2	-1,8	-2,0	0,2	56,8	42,5	4,3	101,1	0,1	-101,5	-188,8	0,2
2009 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.	25,5	19,9	5,5	.	.	.	16,7	19,5	31,6	77,7	6,1	-28,8	-77,3	-0,2
set.	-30,1	-20,1	-10,1	.	.	.	30,6	4,9	-33,8	19,9	1,7	-26,0	-44,9	-2,6
Altre variazioni														
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
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
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
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
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
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
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
Tassi di crescita delle consistenze														
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	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
3° trim.	-4,3	-3,3	-	.	.	.	8,0	5,0	-4,5	4,7	.	-12,3	-15,9	-0,7

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

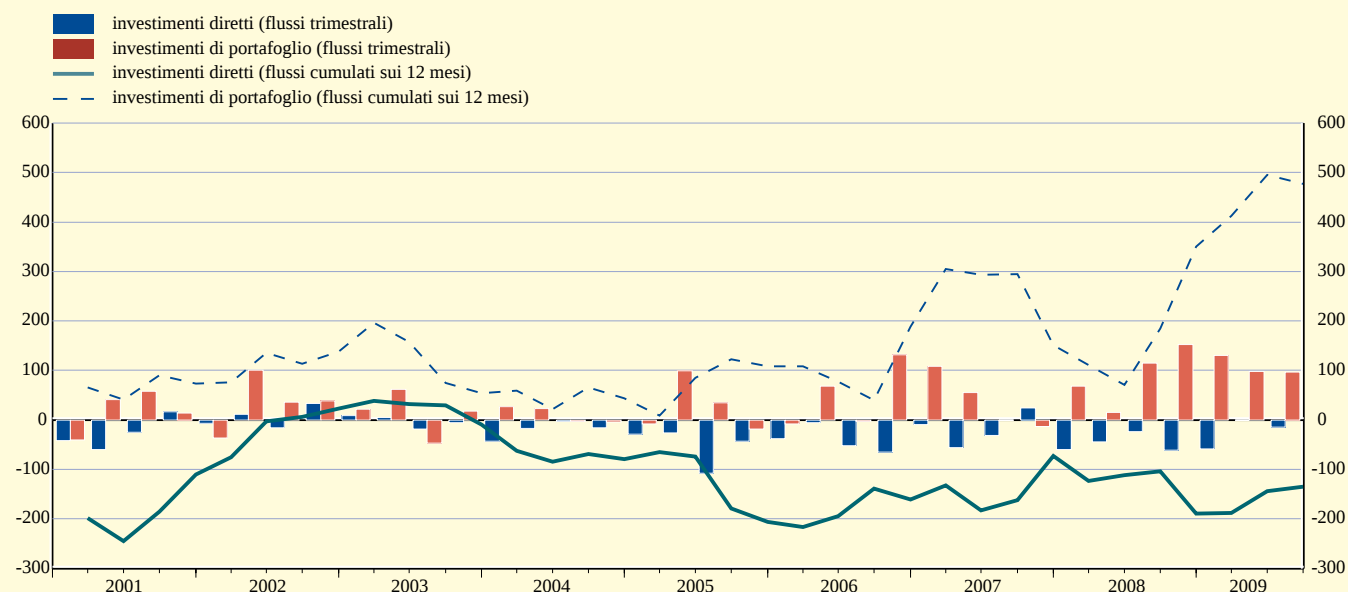
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

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
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
3° trim.	56,8	21,0	1,8	19,1	35,9	0,2	35,7	42,5	32,1	0,5	31,6	10,4	0,1	10,3
2009 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.	16,7	11,7	2,2	9,5	5,0	0,3	4,8	19,5	13,7	0,3	13,3	5,9	-0,6	6,5
set.	30,6	7,0	-3,3	10,3	23,6	0,0	23,6	4,9	4,4	-0,1	4,4	0,5	-0,2	0,8
	Tassi di crescita													
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	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
3° trim.	8,0	6,1	12,8	5,5	15,1	14,0	15,1	5,0	7,0	4,1	7,1	-0,7	2,9	-0,8

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 e altre variazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
		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	15	16	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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
	Transazioni															
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
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
3° trim.	4,3	-13,1	3,3	0,0	-16,4	.	14,3	-13,6	-0,7	27,9	.	3,1	8,7	-3,9	-5,6	.
2009 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.	31,6	4,0	1,2	0,0	2,8	.	21,9	12,0	-0,2	9,8	.	5,8	4,1	-3,0	1,7	.
set.	-33,8	-23,5	0,9	0,0	-24,4	.	-7,2	-15,1	-1,2	7,8	.	-3,1	6,0	-1,8	-9,0	.
	Tassi di crescita															
2006	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
2007	-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
2008 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
3° trim.	-4,5	-7,0	-9,0	12,5	-6,8	.	-4,0	-11,4	-19,6	1,9	.	-1,1	5,5	-18,4	-26,0	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
						Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
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
Transazioni													
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
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
3° trim.		101,1	41,3	25,4	15,9	4,2	15,5	-11,3	.	55,6	-3,2	58,8	.
2009 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.		77,7	35,6	18,3	17,3	22,9	14,8	8,1	.	19,3	4,7	14,6	.
set.		19,9	-28,1	-5,1	-23,0	26,8	-3,1	29,9	.	21,1	8,7	12,5	.
Tassi di crescita													
2006		9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2
2007		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
3° trim.		4,7	-2,1	6,4	-4,9	3,1	-3,9	7,2	.	66,0	-20,9	117,9	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
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
3° trim.	-101,5	-4,1	.	.	-90,1	.	.	-5,0	.	.	-4,0	-2,3	.	11,7	12,0
2009 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.	-28,8	-0,1	.	.	-31,9	.	.	1,3	.	.	2,2	1,9	.	.	16,2
set.	-26,0	-1,8	.	.	-22,9	.	.	-1,7	.	.	-1,8	0,4	.	.	-5,3
Tassi di crescita															
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	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
3° trim.	-12,3	-35,5	.	.	-18,3	.	.	-2,2	.	.	-21,3	-1,9	.	-1,3	-0,9

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
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
3° trim.	-188,8	-46,6	.	.	-80,3	.	.	1,4	.	.	.	-63,2	.	.	.
2009 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.	-77,3	-10,0	.	.	-43,3	.	.	0,4	.	.	.	-24,4	.	.	.
set.	-44,9	-21,0	.	.	-6,1	.	.	1,4	.	.	.	-19,1	.	.	.
Tassi di crescita															
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	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.	19,1	17,3	1.123,2	-15,0	-15,1	-15,1	-9,6	10,1	41,1	11,3	-6,0	-7,7	-3,3	-9,2	-1,5
3° trim.	-28,5	.	.	.	-16,4	.	.	7,8	.	.	.	-11,7	.	.	.

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 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 once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli							Strumenti finanziari derivati
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,2	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 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
ott.	437,9	244,0	347,197	49,5	11,6	132,8	11,7	9,1	111,7	-	-	-	0,2	0,0	43,4	-36,0
	Transazioni															
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	-	-
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	-	-
3° trim.	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Tassi di crescita															
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	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	-	-	-	-
3° trim.	-0,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo; transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE 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
2008	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	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/utili 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/utili 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
Investimenti di portafoglio: attività	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
Altri investimenti	-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
dal 3° trim. 2008 al 2° trim. 2009	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	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/utili 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/utili 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
Investimenti di portafoglio: attività	-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
Altri investimenti	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 ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni)

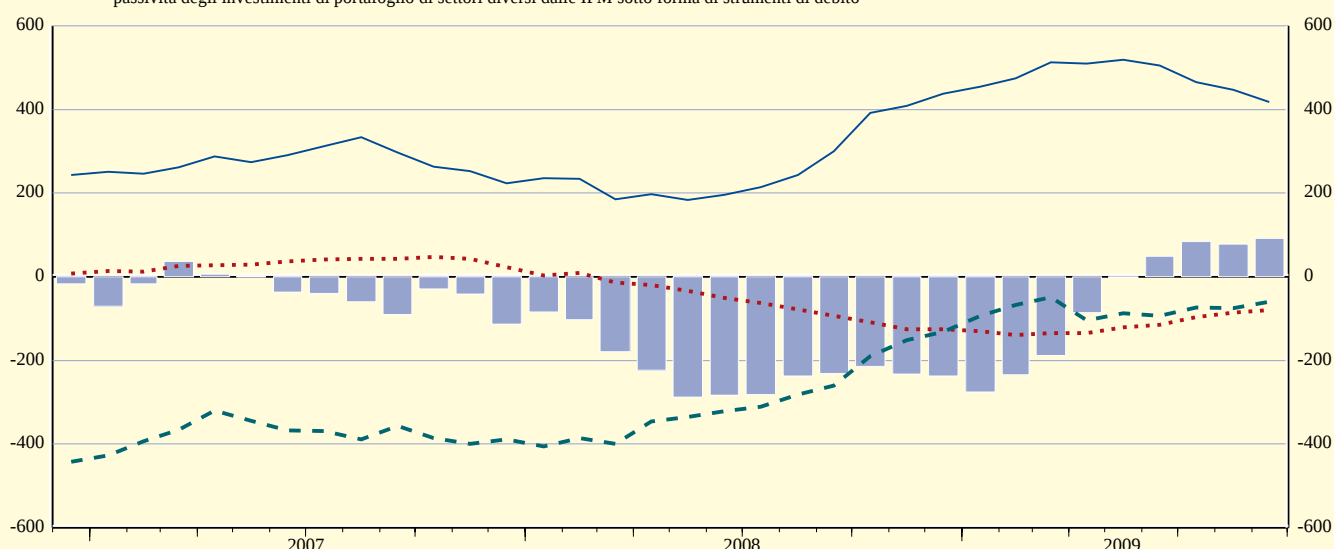
Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM											Errori e omissioni
	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
Azioni	Strumenti di debito	Azioni			Strumenti di debito							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-17,6	8,0	-391,6	256,4	-136,2	-135,5	151,6	243,3	-256,5	229,9	-0,3	13,3
2007	-112,5	22,8	-457,6	401,0	-38,3	-160,9	134,4	223,0	-384,8	226,8	-64,8	-14,1
2008	-237,6	-126,2	-325,0	136,6	63,8	-21,6	-218,5	438,0	-153,7	66,4	-65,6	-31,7
2008 3° trim.	-48,1	-31,2	-107,4	72,5	43,3	-16,1	-74,3	134,1	-27,3	-8,1	-8,3	-25,3
4° trim.	52,7	-28,9	-48,9	-14,7	50,0	73,2	-111,9	140,8	-18,1	34,8	-13,2	-10,4
2009 1° trim.	-41,7	-36,6	-78,8	40,0	32,4	5,6	-46,8	132,4	-11,8	-53,5	-5,3	-19,1
2° trim.	86,5	-17,4	-82,7	90,5	-9,8	-54,1	44,4	97,6	63,4	-72,9	20,3	7,3
3° trim.	-5,0	2,9	-54,8	41,9	16,4	-22,3	15,9	47,5	7,3	-61,8	-0,1	2,3
2008 set.	-26,7	-9,9	-48,2	27,5	23,4	-0,2	-40,6	70,0	-25,8	-12,7	3,2	-13,3
ott.	64,7	-8,4	-5,9	1,0	35,3	39,6	-66,1	85,6	-59,3	46,4	0,6	-4,2
nov.	10,5	-15,4	-35,0	-18,5	6,4	10,0	-8,6	55,5	12,2	9,3	-10,4	4,9
dic.	-22,5	-5,1	-8,0	2,8	8,3	23,6	-37,2	-0,3	28,9	-20,9	-3,4	-11,2
2009 gen.	-74,5	-23,8	-21,1	9,3	2,4	-5,6	-35,1	51,6	-3,7	-43,7	3,4	-8,0
feb.	31,0	-4,9	-19,5	12,4	18,8	0,8	3,4	38,1	6,8	-17,3	-1,3	-6,3
mar.	1,8	-7,9	-38,2	18,3	11,3	10,4	-15,2	42,7	-15,0	7,6	-7,3	-4,9
apr.	22,7	-8,2	-56,8	70,2	5,1	-26,9	-21,9	44,9	-6,4	21,8	8,9	-7,9
mag.	6,3	-13,0	-12,5	17,5	-1,8	-33,6	28,9	30,1	84,0	-110,1	9,2	7,7
giu.	57,5	3,8	-13,5	2,9	-13,1	6,4	37,4	22,6	-14,2	15,4	2,3	7,5
lug.	3,3	10,7	-6,6	16,9	-5,3	-12,0	21,6	-17,6	9,1	-20,0	7,7	-1,0
ago.	3,5	-2,8	-14,3	19,8	-2,8	-11,5	17,3	22,7	-3,2	-24,0	-6,1	8,4
set.	-11,8	-4,9	-33,9	5,2	24,4	1,2	-23,0	42,4	1,4	-17,8	-1,7	-5,1
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2009 set.	92,5	-80,0	-265,3	157,7	89,0	2,4	-98,4	418,3	40,7	-153,5	1,7	-20,1

F35 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- totale che riflette le transazioni esterne nette delle IFM
- ... saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio di settori diversi dalle IFM sotto forma di strumenti di debito



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica ¹⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2007	11,0	8,4	1.507,8	739,3	326,6	401,3	1.282,6	1.491,6	913,8	234,4	323,2	1.019,7	227,5
2008	3,6	8,1	1.559,5	767,7	337,3	412,3	1.300,4	1.602,4	1.019,9	233,0	333,0	1.018,8	293,7
2008 4° trim.	-5,0	-2,1	366,4	174,1	81,8	95,7	303,1	374,0	228,9	56,3	81,8	239,0	55,4
2009 1° trim.	-21,0	-20,8	310,7	149,0	65,5	86,3	258,9	321,4	181,3	49,4	78,7	214,4	35,6
2° trim.	-23,4	-27,3	308,7	149,7	63,3	84,9	254,1	305,5	169,9	47,5	76,1	202,6	41,3
3° trim.	-19,1	-26,5	320,2	.	.	.	258,8	305,6	.	.	.	200,2	.
2009 apr.	-26,3	-27,6	103,6	50,9	21,1	28,4	86,4	103,3	57,5	16,2	25,5	68,6	13,0
mag.	-22,7	-27,8	102,1	49,0	21,1	28,0	84,6	100,8	55,7	15,7	25,1	67,5	13,7
giu.	-21,0	-26,5	103,0	49,8	21,1	28,4	83,2	101,4	56,7	15,7	25,4	66,4	14,7
lug.	-18,1	-29,0	107,8	52,2	22,5	29,5	89,3	102,1	57,7	15,6	25,8	67,1	15,8
ago.	-21,1	-26,0	103,4	.	.	.	83,6	101,2	.	.	.	66,1	.
set.	-18,4	-24,5	109,0	.	.	.	85,9	102,2	.	.	.	67,0	.
	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	129,1	123,2	143,3	141,5	134,7	107,7
2008	1,2	0,4	146,0	141,3	157,6	146,9	142,6	128,9	122,5	143,7	143,2	133,1	108,4
2008 4° trim.	-7,5	-4,6	136,3	127,1	150,7	136,6	130,7	122,9	115,8	134,9	137,1	121,3	108,0
2009 1° trim.	-20,9	-14,7	117,5	112,1	120,1	124,4	112,0	113,7	104,5	117,6	130,9	110,1	99,3
2° trim.	-22,2	-19,4	118,0	114,5	117,0	122,5	111,6	109,0	97,9	113,8	130,4	106,5	97,1
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 apr.	-25,2	-20,9	119,2	116,5	117,5	124,1	114,0	111,2	100,1	116,0	131,9	107,9	99,7
mag.	-21,8	-20,4	117,4	112,8	117,3	120,9	111,4	107,9	96,6	112,4	128,7	106,3	97,9
giu.	-19,5	-16,9	117,6	114,3	116,4	122,3	109,3	107,8	96,9	113,0	130,6	105,2	93,7
lug.	-16,2	-18,3	122,6	119,5	123,9	125,7	116,9	107,9	97,7	114,6	131,2	106,0	98,2
ago.	-19,6	-14,0	118,0	.	.	.	110,1	108,7	.	.	.	106,0	.
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Prezzi ²⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
	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.	100,9	-4,0	-6,1	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-0,9	-0,4	-33,8	-5,2
2009 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	-13,1	-7,3	-0,2	0,6	-35,0	-5,0
lug.	100,8	-4,0	-5,7	1,3	0,5	-38,9	-3,8	101,6	-15,0	-8,1	-0,6	0,7	-39,2	-5,4
ago.	101,2	-3,6	-6,1	0,8	0,7	-30,1	-3,5	103,3	-12,2	-7,6	-1,0	-0,4	-31,4	-4,9
set.	100,6	-4,3	-6,6	-0,1	0,0	-32,7	-4,2	101,9	-11,8	-7,9	-1,3	-1,4	-30,1	-5,3
ott.	100,8	-3,3	-6,1	-1,0	-1,0	.	-3,1	.	.	.	.	.	.	.

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 dei "Raggruppamenti principali di industrie". 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 e le 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	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Esportazioni (f.o.b.)														
2007	1.507,8	34,1	55,6	230,9	216,3	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,7	138,0
2008	1.559,5	35,0	53,6	220,1	232,2	78,4	86,5	42,8	187,4	307,9	65,7	33,6	100,5	68,1	147,0
2008 2° trim.	398,0	9,1	14,3	57,9	60,6	20,2	22,2	11,4	47,4	77,6	16,8	8,5	24,8	16,9	35,7
3° trim.	397,6	9,1	14,0	55,8	60,1	20,8	21,8	10,8	46,6	76,9	16,0	8,2	26,7	17,5	37,5
4° trim.	366,4	8,0	11,5	49,3	52,1	17,7	21,2	8,3	43,9	74,5	15,7	8,1	24,9	17,4	37,7
2009 1° trim.	310,7	7,3	10,0	42,4	43,6	12,6	20,0	7,7	40,0	65,1	15,4	7,1	23,4	12,8	25,9
2° trim.	308,7	6,4	9,6	42,4	42,1	12,1	19,2	8,3	37,6	70,2	16,7	7,0	22,7	12,5	25,7
3° trim.	320,2	.	.	.	.	12,1	19,6	8,9	35,8	71,2	17,0	7,2	22,2	14,0	.
2009 apr.	103,6	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.	102,1	2,2	3,1	13,9	14,0	3,8	6,4	2,8	12,5	23,4	5,6	2,3	7,5	4,2	8,5
giu.	103,0	2,0	3,3	14,4	13,9	4,1	6,4	2,8	12,4	23,7	5,5	2,4	7,5	4,1	8,5
lug.	107,8	2,3	3,6	14,9	14,8	4,2	6,5	3,1	12,5	24,0	5,7	2,6	7,5	4,9	9,5
ago.	103,4	2,3	3,4	14,2	14,6	3,8	6,5	3,0	11,4	23,5	5,6	2,2	7,3	4,4	9,0
set.	109,0	.	.	.	.	4,1	6,6	2,9	11,8	23,7	5,7	2,4	7,4	4,7	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2008	100,0	2,2	3,4	14,1	14,9	5,0	5,6	2,7	12,0	19,8	4,2	2,2	6,5	4,4	9,5
	Importazioni (c.i.f.)														
2007	1.491,6	28,8	52,2	169,5	169,5	102,2	67,2	32,4	131,7	455,6	172,7	59,1	113,4	75,2	93,9
2008	1.602,4	30,6	52,0	164,2	184,3	122,0	69,9	32,4	137,7	481,4	184,3	56,9	141,0	81,7	105,0
2008 2° trim.	410,3	8,0	13,6	42,6	47,6	32,3	17,7	8,6	33,7	121,9	45,1	14,6	37,4	20,3	26,6
3° trim.	413,8	7,9	13,2	41,6	47,3	34,3	17,9	8,2	35,5	124,3	48,0	14,0	37,8	21,1	24,6
4° trim.	374,0	7,3	11,5	36,3	43,2	24,8	17,4	7,1	33,8	113,2	46,5	13,5	30,8	19,8	29,0
2009 1° trim.	321,4	6,9	9,4	31,6	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,8	42,1	11,4	23,9	14,9	22,4
2° trim.	305,5	6,2	8,9	30,3	38,4	18,1	16,1	6,3	28,2	92,8	39,9	10,3	23,0	14,2	22,9
3° trim.	305,6	.	.	.	.	21,6	16,2	6,5	26,6	92,2	38,1	10,1	22,1	14,5	.
2009 apr.	103,3	2,1	3,0	10,1	13,0	5,8	5,5	2,0	9,3	31,7	13,8	3,4	7,9	4,8	8,2
mag.	100,8	2,1	2,9	10,1	12,8	5,9	5,3	2,1	9,8	30,6	13,1	3,4	7,3	4,6	7,2
giu.	101,4	2,0	3,0	10,1	12,7	6,4	5,3	2,1	9,1	30,5	13,0	3,4	7,8	4,8	7,6
lug.	102,1	2,3	3,3	10,3	13,1	6,8	5,3	2,2	9,0	30,5	12,6	3,4	7,6	5,0	6,7
ago.	101,2	2,3	3,2	10,3	13,4	6,6	5,4	2,1	8,6	30,5	12,6	3,3	7,2	4,7	6,9
set.	102,2	.	.	.	.	8,3	5,4	2,2	9,0	31,1	12,9	3,4	7,3	4,8	.
	percentuale delle importazioni totali														
2008	100,0	1,9	3,2	10,2	11,5	7,6	4,4	2,0	8,6	30,1	11,5	3,6	8,8	5,1	6,6
	Saldo														
2007	16,1	5,4	3,4	61,3	46,8	-34,2	15,1	9,0	64,2	-159,7	-112,1	-24,8	-25,8	-13,5	44,1
2008	-42,9	4,3	1,6	56,0	47,9	-43,7	16,7	10,3	49,7	-173,5	-118,7	-23,4	-40,5	-13,7	42,0
2008 2° trim.	-12,3	1,1	0,7	15,3	12,9	-12,2	4,5	2,8	13,7	-44,3	-28,3	-6,1	-12,6	-3,4	9,1
3° trim.	-16,2	1,2	0,7	14,2	12,8	-13,5	3,9	2,6	11,1	-47,4	-32,0	-5,9	-11,1	-3,6	12,9
4° trim.	-7,6	0,7	0,0	13,0	9,0	-7,1	3,8	1,3	10,1	-38,7	-30,8	-5,4	-5,9	-2,4	8,7
2009 1° trim.	-10,6	0,5	0,6	10,8	4,3	-5,2	3,3	1,1	6,9	-33,7	-26,7	-4,4	-0,5	-2,1	3,4
2° trim.	3,2	0,2	0,7	12,1	3,6	-6,0	3,1	2,0	9,3	-22,6	-23,1	-3,2	-0,4	-1,7	2,8
3° trim.	14,7	.	.	.	.	-9,5	3,5	2,4	9,2	-21,0	-21,1	-2,9	0,2	-0,5	.
2009 apr.	0,2	0,1	0,3	4,1	1,2	-1,6	0,9	0,7	3,4	-8,5	-8,2	-1,1	-0,3	-0,6	0,6
mag.	1,3	0,0	0,1	3,8	1,2	-2,1	1,0	0,7	2,7	-7,2	-7,5	-1,2	0,2	-0,4	1,3
giu.	1,6	0,0	0,3	4,3	1,2	-2,3	1,2	0,6	3,3	-6,9	-7,4	-1,0	-0,3	-0,7	0,9
lug.	5,6	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,8	-0,1	-0,1	2,9
ago.	2,2	0,0	0,2	3,9	1,2	-2,8	1,1	0,9	2,9	-7,1	-7,1	-1,1	0,1	-0,3	2,1
set.	6,8	.	.	.	.	-4,2	1,2	0,7	2,8	-7,4	-7,2	-1,0	0,1	-0,1	.

Fonte: Eurostat.

8

TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	103,7	105,0	103,3	102,4	105,2	100,7	110,1	103,9
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	108,7	.	.	.	122,4	112,0
2008 nov.	107,1	107,5	103,8	-	-	-	114,5	105,6
dic.	112,4	112,9	108,7	-	-	-	120,3	111,0
2009 gen.	111,9	112,3	107,5	-	-	-	119,9	110,4
feb.	110,4	110,7	105,7	-	-	-	118,6	109,1
mar.	113,3	113,4	108,1	-	-	-	121,6	111,7
apr.	112,5	112,8	107,2	-	-	-	120,5	110,6
mag.	113,0	113,2	107,7	-	-	-	120,9	110,9
giu.	114,0	114,2	108,4	-	-	-	122,0	112,0
lug.	113,8	113,7	108,1	-	-	-	121,9	111,5
ago.	113,9	113,9	108,4	-	-	-	122,0	111,7
set.	115,2	115,0	109,4	-	-	-	123,5	112,7
ott.	116,6	116,3	110,5	-	-	-	124,6	113,6
nov.	116,3	116,0	110,0	-	-	-	124,5	113,4
variazione percentuale sul mese precedente								
2009 nov.	-0,2	-0,3	-0,4	-	-	-	-0,1	-0,2
variazione percentuale sull'anno precedente								
2009 nov.	8,6	7,9	6,0	-	-	-	8,7	7,4

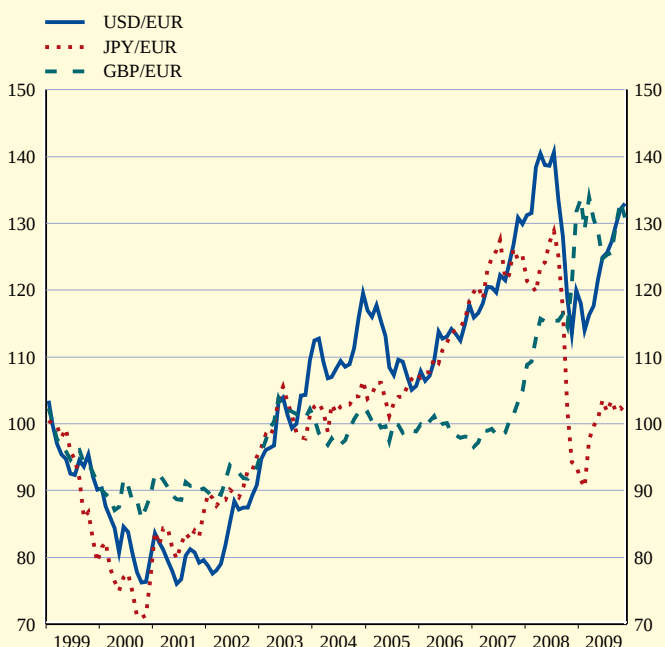
F36 Tassi di cambio effettivi

(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 sudcoreano	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 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
nov.	7,4415	10,3331	0,89892	1,4914	132,97	1,5105	1.735,17	11,5588	2,0711	1,5805	8,4143	1,6223
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 nov.	0,0	0,2	-1,8	0,7	-0,7	-0,2	-0,3	0,7	0,0	1,2	0,7	-0,7
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 nov.	-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 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		
nov.	25,812	15,6466	0,7088	3,4528	270,92	4,1646	1,9558	4,2896	7,2952	2,2262		
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 nov.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,9	-1,2	0,0	0,1	0,7	2,0		
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 nov.	2,5	0,0	-0,1	0,0	2,1	11,6	0,0	13,4	2,2	9,4		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Baht 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 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
nov.	2,5777	10,1827	-	69,4421	14.115,45	5,0553	19,5478	2,0450	70,165	43,1835	11,2134	49,634
	variazione percentuale sul mese precedente											
2009 nov.	0,0	0,7	-	0,3	0,4	0,3	-0,2	1,9	1,1	-1,0	1,1	0,3
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2009 nov.	11,0	17,1	-	11,7	-5,8	10,7	17,2	-9,3	12,3	24,1	-12,9	11,1

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.

9

INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
IACP											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
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.	2,6	0,8	0,9	-0,5	3,1	3,9	3,7	4,2	5,9	1,6	1,8
giu.	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,1	2,6	4,9	4,5	5,0	1,8	1,8
lug.	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
ago.	0,2	-0,3	0,5	-1,7	0,1	2,3	4,8	4,0	4,9	1,4	1,1
set.	0,3	-0,6	0,6	-2,1	-1,2	1,0	4,2	3,8	4,3	1,8	1,5
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 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	3,52
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
ott.	7,08	4,50	3,60	-	13,51	14,50	7,45	6,15	9,13	3,25	3,34
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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
ott.	4,84	1,87	1,58	5,44	13,49	6,59	7,34	4,18	10,03	0,50	0,57
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,1	1,6	7,2	10,0	9,8	1,0	6,8	6,2	2,5	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	1,5	-6,2	-6,3	-5,0
2° trim.	-4,9	-5,5	-7,0	-16,1	-17,4	-19,7	-7,2	1,3	-8,7	-5,8	-5,5
3° trim.	.	.	.	.	.	-14,2	-8,0	1,0	.	-5,2	-5,1
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	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,3	6,1	-1,4
2009 1° trim.	-17,2	4,5	1,1	0,8	4,2	4,7	0,1	2,6	-4,1	7,6	-1,0
2° trim.	-12,2	-2,7	4,8	6,3	16,8	2,4	4,5	-0,2	-5,6	8,7	-2,8
3° trim.	.	.	.	.	.	6,4	.	-0,1	.	5,4	.
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	2,9	4,2	17,3	27,3	6,5	5,4	2,6	15,2	4,7	3,0
2008	16,2	5,0	7,1	14,1	21,1	9,3	4,5	6,4	.	2,8	2,5
2009 1° trim.	16,1	5,8	6,2	10,0	8,2	14,2	-	6,0	-	8,2	3,1
2° trim.	14,2	4,9	9,9	3,4	-1,7	10,8	-	2,3	-	7,0	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	-	.	-	5,0	.
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	6,2	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.	5,9	5,5	4,7	11,0	13,2	11,0	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
2° trim.	6,3	6,3	5,9	13,3	16,5	13,8	9,7	8,0	6,4	8,1	7,7
3° trim.	7,2	6,9	6,2	15,2	18,7	.	9,6	8,1	.	8,6	.
2009 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	.	9,5	8,1	.	8,5	7,8
ago.	7,2	6,9	6,0	-	18,6	.	9,6	8,1	.	8,6	7,8
set.	7,6	7,0	6,5	-	19,7	.	9,7	8,2	.	8,7	.
ott.	7,9	7,1	6,9	-	20,9	.	9,9	8,4	.	8,8	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

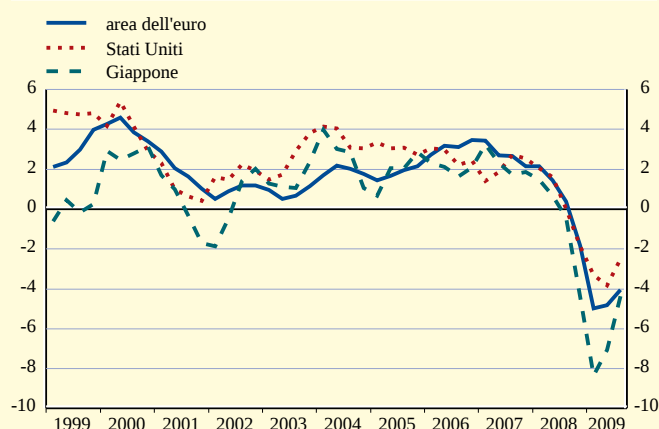
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero ³⁾ ; dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2005	3,4	2,3	3,1	4,2	5,1	4,2	3,57	5,05	1,2441	-3,3	48,2
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,0	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	5,8	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	6,9	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,0
2008 3° trim.	5,3	1,8	0,0	-3,9	6,1	6,1	2,91	4,61	1,5050	-6,4	52,0
4° trim.	1,6	1,7	-1,9	-8,7	6,9	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,0
2009 1° trim.	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,1	9,4	1,24	2,96	1,3029	-9,9	59,7
2° trim.	-1,2	-1,3	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,8	62,7
3° trim.	-1,6	-3,6	-2,5	-10,7	9,6	7,6	0,41	3,61	1,4303	.	.
2009 lug.	-2,1	-	-	-13,4	9,4	8,2	0,52	3,90	1,4088	-	-
ago.	-1,5	-	-	-11,4	9,7	7,9	0,42	3,77	1,4268	-	-
set.	-1,3	-	-	-7,0	9,8	6,7	0,30	3,61	1,4562	-	-
ott.	-0,2	-	-	-7,6	10,2	5,4	0,28	3,71	1,4816	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	0,27	3,44	1,4914	-	-
Giappone											
2005	-0,3	-2,2	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	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	1,6	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	.	.
2008 3° trim.	2,2	1,1	-0,4	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,72	161,83	.	.
4° trim.	1,0	3,9	-4,4	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,21	126,71	.	.
2009 1° trim.	-0,1	3,9	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2° trim.	-1,0	2,5	-7,1	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	.	-4,4	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
2009 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	-	-	-18,4	5,3	3,0	0,36	1,45	133,14	-	-
ott.	-2,5	-	-	-15,1	5,1	3,4	0,33	1,58	133,91	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	0,31	1,41	132,97	-	-

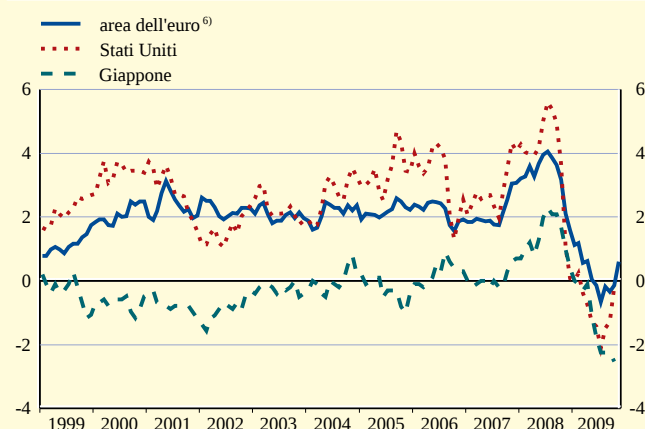
F38 PIL a prezzi costanti

(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	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F16	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F17	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F19	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F20	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F21	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F22	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F23	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F24	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F25	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F26	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F27	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F28	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F29	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F30	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F31	Saldi di conto corrente	S60
F32	Conto dei beni	S60
F33	Conto dei servizi	S61
F34	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F35	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S69
F36	Tassi di cambio effettivi	S72
F37	Tassi di cambio bilaterali	S72
F38	PIL a prezzi costanti	S75
F39	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

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 (vedi 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 2006. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

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:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 2001.

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 formule (f) oppure (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \ I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA ²⁾. 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 ³⁾. 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 "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".

2) Per ulteriori 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*, 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 (ovvero dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo netto 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 netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (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 nette 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 gli 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. Esse attualmente escludono 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 netta 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 nelle 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:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita a_t 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 ⁴⁾

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 a_t 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 ⁴⁾

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 “Statistics” del sito Internet della BCE (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 trimestre 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). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di file compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 2 dicembre 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 su 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 1999¹⁾ 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 dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell’FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni 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 un’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 e 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). L'elenco completo delle IFM è consultabile 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: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) 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 corretti 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 sezioni 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 monetarie²⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10³⁾.

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 senza scopo di lucro al 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 mostra come l'attività produttiva si traduca 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 ogni 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 di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'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 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: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde 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). 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.

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. Si stima che le 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 suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed 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 tavola 1 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 di 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* precedente al gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). 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 ⁴⁾. Sono disponibili anche gli *spread* 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>, dal 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 ⁵⁾. 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 ⁶⁾. 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) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007 ⁷⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* 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 1 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 lavoro⁸⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁹⁾. 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 sul-

la 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 di consumo. 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 5 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, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹⁰⁾, 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 SEC 95. 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 pubbliche¹¹⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹²⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹³⁾. 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) 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 nel conto finanziario un segno positivo 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 indicate 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 che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti 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. Un'introduzione alla scomposizione geo-

grafica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

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 come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del 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 tavola 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 del *Central Bank Gold Agreement* (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 *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (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 vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata 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 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La 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 7.1 e 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 scopo di lucro. L'indice 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 gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) reali e nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute di alcuni 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 gli indici all'inizio di ciascun periodo sulla base dei pesi dei due periodi consecutivi. L'indice TCE risultante ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-

21 è composto dagli 11 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, 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. la relativa nota metodologica 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.

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

Le statistiche sugli altri Stati membri dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema ¹⁾

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante swap in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della 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 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 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 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, 5 NOVEMBRE E 3 DICEMBRE 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 settembre e novembre 2009. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

Rapporto annuale 2008, aprile 2009.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2008.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, maggio 2008.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.

Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.

L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.

L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.

La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.

Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.

Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.

Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.

Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.

Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.

Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.

Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.

Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.

L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.

La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.

Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.

I dieci anni del Patto di stabilità e crescita, ottobre 2008.

Le fusioni e acquisizioni bancarie transfrontaliere e il ruolo degli investitori istituzionali, ottobre 2008.

Il monitoraggio dell'andamento del costo del lavoro nei paesi dell'area dell'euro, novembre 2008.

Valutazione dei mercati azionari e premio per il rischio azionario, novembre 2008.

I dieci anni di Target e l'avvio di Target2, novembre 2008.

Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro, gennaio 2009.
Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti, gennaio 2009.
I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa, febbraio 2009.
Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo, febbraio 2009.
Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, aprile 2009.
Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro, aprile 2009.
Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea, aprile 2009.
Aspettative e conduzione della politica monetaria, maggio 2009.
Cinque anni di appartenenza all'UE, maggio 2009.
Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy, maggio 2009.
L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro, luglio 2009.
L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007, luglio 2009.
La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE, luglio 2009.
Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro, agosto 2009.
La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti, agosto 2009.
La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro, ottobre 2009.
Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone, ottobre 2009.
Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di policy, ottobre 2009.
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.
- 9 *The legal duty to consult the European Central Bank – national and EU consultations*, di S. E. Lambrinoc, novembre 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. Manganeli, 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. Rüffer 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 challenge 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

- 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. Badarınza 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.
- 1104 *Pass-through of external shocks along the pricing chain: a panel estimation approach for the euro area*, di B. Landau e F. Skudelny, novembre 2009.

- 1105 *Downward nominal and real wage rigidity: survey evidence from European firms*, di J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina e T. Rõõm, novembre 2009.
- 1106 *The margins of labour cost adjustment: survey evidence from European firms*, di J. Babecký, P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina e T. Rõõm, novembre 2009.
- 1107 *Interbank lending, credit risk premia and collateral*, by F. Heider e M. Hoerova, novembre 2009.
- 1108 *The role of financial variables in predicting economic activity*, di R. Espinoza, F. Fornari e M. J. Lombardi, novembre 2009.
- 1109 *What triggers prolonged inflation regimes? A historical analysis*, di I. Vansteenkiste, novembre 2009.
- 1110 *Putting the New Keynesian DSGE model to the real-time forecasting test*, di M. Kolasa, M. Rubaszek e P. Skrzypczyński, novembre 2009.
- 1111 *A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth*, di A. Beyer, novembre 2009.
- 1112 *Risk spillover among hedge funds: the role of redemptions and fund failures*, di B. Klaus e B. Rzepkowski, novembre 2009.
- 1113 *Volatility spillovers and contagion from mature to emerging stock markets*, di J. Beirne, G. M. Caporale, M. Schulze-Ghattas e N. Spagnolo, novembre 2009.
- 1114 *Explaining government revenue windfalls and shortfalls: an analysis for selected EU countries*, di R. Morris, C. Rodrigues Braz, F. de Castro, S. Jonk, J. Kremer, S. Linehan, M. Rosaria Marino, C. Schalck e O. Tkacevs, novembre 2009.
- 1115 *Estimation and forecasting in large datasets with conditionally heteroskedastic dynamic common factors*, di L. Alessi, M. Barigozzi e M. Capasso, novembre 2009.
- 1116 *Sectorial border effects in the European Single Market: an explanation through industrial concentration*, di G. Cafiso, novembre 2009.
- 1117 *What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth*, di J. Slacalek, novembre 2009.
- 1118 *Discretionary fiscal policies over the cycle: new evidence based on the ESCB disaggregated approach*, di L. Agnello e J. Cimadomo, novembre 2009.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).

Oversight framework for card payment schemes – standards, gennaio 2008 (disponibile solo online).

The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, febbraio 2008.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, marzo 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics quality framework (SQF), aprile 2008 (disponibile solo online).

Quality assurance procedures within the ECB statistical function, aprile 2008 (disponibile solo online).

ECB statistics – an overview, aprile 2008 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report 2007, aprile 2008 (disponibile solo online).

Financial integration in Europe, aprile 2008.

Financial Stability Review, giugno 2008.

Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, giugno 2008.

The international role of the euro, luglio 2008 (disponibile solo online).

Payment systems and market infrastructure oversight report, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).

Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments, luglio 2008.

CCBM2 User Requirements 4.1, luglio 2008 (disponibile solo online).

Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007, settembre 2008.

New procedure for constructing ECB staff projection ranges, settembre 2008 (disponibile solo online).

Commission's draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation, settembre 2008 (disponibile solo online).

Euro money market survey, settembre 2008 (disponibile solo online).

EU banking structures, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Mario Borghesio, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, ottobre 2008 (disponibile solo online).

A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008, novembre 2008.

The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, novembre 2008.

The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of "legally and operationally located in the euro area", novembre 2008 (disponibile solo online).

Single Euro Payments Area – sixth progress report, novembre 2008 (disponibile solo online).

EU banks' liquidity stress-testing and contingency funding plans, novembre 2008 (disponibile solo online).

Government finance statistics guide, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Financial Stability Review, dicembre 2008.

Covered bonds in the EU financial system, dicembre 2008 (disponibile solo online).

The incentive structure of the 'originate and distribute' model, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties, dicembre 2008 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr. Robert Sturdy, Member of the European Parliament, gennaio 2009 (disponibile solo online).

Euro money market study 2008, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight policy framework, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments, febbraio 2009 (disponibile solo online).

European Commission's consultation on hedge funds – Eurosystem contribution, febbraio 2009 (disponibile solo online).

Guiding principles for bank asset support schemes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes, marzo 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields, marzo 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem's SEPA expectations, marzo 2009 (disponibile solo online).

Housing finance in the euro area, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).

Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report, marzo 2009 (disponibile solo online).

Manual on investment fund statistics, maggio 2009 (disponibile solo online).

EU banks' funding structures and policies, maggio 2009 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET2 oversight assessment report, maggio 2009 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report, maggio 2009 (disponibile solo online).

The ECB's advisory role – overview of opinions (1994-2008), maggio 2009.

Financial Stability Review, giugno 2009.

Recommendations for securities settlement systems and recommendations for central counterparties in the European Union – European Central Bank (ECB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), giugno 2009 (disponibile solo online).

The international role of the euro, luglio 2009.

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – July 2009, agosto 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).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – October 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).

Consultation of the Committee of European Securities Regulators on trade repositories in the European Union – ECB contribution, novembre 2009 (disponibile solo online).

Eurosystem oversight report 2009, novembre 2009 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2008.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, giugno 2008.

A single currency – an integrated market infrastructure, settembre 2008.

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, aprile 2009.

La stabilità dei prezzi: perché è importante per te, aprile 2009.

The Single Euro Payments Area (SEPA): an integrated retail payments market, luglio 2009.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [other investment]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [general government]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [euro area]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

Asta a tasso fisso [fixed rate tender]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [variable rate tender]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [MFI net external assets]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [equities]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [balance of payments (b.o.p.)]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [consolidated balance sheet of the MFI sector]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [write-off]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [external trade in goods]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [capital accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non-finanziarie.

Conto capitale [capital account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [current account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [financial accounts]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [financial account]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [unit labour costs]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definito come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [MFI credit to euro area residents]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [yield curve]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [debt (financial accounts)]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [European Commission surveys]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [Bank lending survey (BLS)]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [Eurozone purchasing managers' surveys]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività in attesa, 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.