



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

**BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2010

Nel 2010 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 500 euro

© Banca centrale europea, 2010

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 13 gennaio 2010.*

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

*Stampato nel mese di gennaio 2010
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		ALLEGATI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Gli andamenti monetari e finanziari	17	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2009	V
Prezzi e costi	37	Glossario	XI
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	45		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	54		
Riquadri:			
1 La correzione esterna nell'Europa centrale e orientale	12		
2 Nuove serie statistiche sui fondi di investimento dell'area dell'euro	18		
3 Effetti base e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2010	42		
4 La misurazione dell'incertezza macroeconomica percepita	48		
5 Andamenti dell'interscambio internazionale e revisione dei tassi di cambio effettivi dell'euro	56		
ARTICOLI			
L'orientamento di politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria	65		
Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'unione europea: evoluzione e prospettive	75		
Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali	89		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

Secondo la consuetudine dell'Unione, 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 14 gennaio, 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 3 dicembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno confermato inoltre che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita verso la fine del 2009. Alcuni dei fattori che sostengono la crescita del PIL in termini reali hanno tuttavia carattere temporaneo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che le prospettive restano soggette a incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, dato il protrarsi del parallelo rallentamento della moneta e del credito. Nell'insieme, 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.

Passando all'analisi economica, le ultime informazioni confermano che l'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a espandersi sul finire del 2009, dopo l'incremento sul periodo precedente dello 0,4 per cento del PIL in termini reali nel terzo trimestre dello scorso anno. L'area dell'euro ha beneficiato dell'inversione del ciclo delle scorte e della ripresa delle esportazioni, nonché dei significativi interventi di stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Alcuni dei fattori che sostengono la ripresa hanno tuttavia carattere temporaneo. Inoltre, è probabile che l'attività sia frenata per un certo periodo dal processo di

aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area dell'euro. In aggiunta, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva potrà verosimilmente ridurre gli investimenti, e la disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe seguitare ad aumentare in certa misura, attenuando la crescita dei consumi. Di conseguenza ci si attende che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 e il processo di recupero potrebbe risultare discontinuo.

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 l'economia mondiale nonché il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata di quanto anticipato. Al ribasso persistono invece i timori di 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 ed eventuali movimenti avversi dei mercati connessi alla correzione degli squilibri internazionali.

Passando ai prezzi, conformemente alle aspettative il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è aumentato ulteriormente a dicembre nell'area dell'euro, allo 0,9 per cento dallo 0,5 di novembre. Questo andamento è riconducibile principalmente agli effetti base al rialzo connessi soprattutto al calo dei prezzi dell'energia osservato un anno fa a livello mondiale. L'inflazione dovrebbe attestarsi intorno all'1 per cento nel breve periodo; successivamente ci si attende che 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.

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, a novembre sono risultati negativi sia il tasso di incremento sui 12 mesi di M3, pari al -0,2 per cento, sia quello dei prestiti al settore privato, pari al -0,7 per cento. La flessione concomitante su livelli di crescita storicamente bassi osservata negli ultimi mesi per queste due serie conforta la valutazione di un ritmo decrescente dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. In prospettiva, è probabile che la crescita di M3 e quella del credito rimangano molto deboli per un certo periodo.

Il calo della crescita effettiva della moneta potrebbe verosimilmente sovrastimare la riduzione del ritmo dell'espansione di fondo. Ciò è dovuto all'inclinazione persistentemente accentuata della curva dei rendimenti, che spiega le riallocazioni di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. Nel contempo, la configurazione dei tassi di interesse continua a favorire andamenti divergenti delle componenti principali di M3, poiché i modesti differenziali tra i tassi su diversi depositi bancari a breve termine riducono il costo opportunità di spostare fondi, ad esempio, dai depositi a termine a breve scadenza verso i depositi a vista. Di conseguenza M1 ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto sui 12 mesi, pari al 12,6 per cento a novembre, mentre l'espansione di M3 è divenuta negativa.

La crescita negativa dei prestiti bancari al settore privato cela un ritorno a tassi di espansione positivi per quanto riguarda le famiglie, mentre per le società non finanziarie la contrazione si è

accentuata ulteriormente. Questi andamenti divergenti restano in linea con le regolarità del ciclo economico; i punti di svolta della crescita dei prestiti alle imprese si manifestano solitamente con uno sfasamento temporale rispetto a quelli dell'attività economica. Tornando alle famiglie, gli ultimi dati forniscono ulteriore conferma di una stabilizzazione dei tassi su livelli contenuti. Quanto alle società non finanziarie, il calo dei prestiti continua a rispecchiare principalmente il forte rimborso netto sulle scadenze più brevi, mentre per quelle più lunghe l'erogazione e l'assunzione di prestiti sono rimaste positive. È probabile che i modesti livelli della produzione e degli scambi, nonché la persistente incertezza circa le prospettive per l'attività delle imprese seguitino a frenare la domanda di finanziamenti bancari da parte di queste ultime nei mesi a venire. Nel frattempo, le condizioni di finanziamento sono migliorate per le imprese negli ultimi mesi, in termini di costo del credito bancario e del ricorso al mercato. A questo riguardo i persistenti flussi negativi osservati di recente per i prestiti bancari a breve termine alle società non finanziarie potrebbero in parte riflettere migliori possibilità di sostituzione con altre fonti di finanziamento, a più lungo termine.

Le banche hanno proseguito gli interventi di ridimensionamento dei propri bilanci complessivi, soprattutto riducendo le attività detenute nei confronti di altri istituti. Continua a rappresentare una sfida adeguare le dimensioni e la struttura dei bilanci, assicurando la disponibilità del credito al settore non finanziario. Per raccogliere tale sfida le banche, grazie al miglioramento delle condizioni di finanziamento, dovrebbero rafforzare ulteriormente la 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 d'interesse di riferimento della BCE 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 3 dicembre, si ritiene che l'evoluzione dei prezzi resterà contenuta nell'orizzonte temporale

rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati hanno confermato inoltre che l'espansione dell'attività economica nell'area dell'euro è proseguita verso la fine del 2009. Alcuni dei fattori che sostengono la crescita del PIL in termini reali hanno tuttavia carattere temporaneo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si aspetta un moderato ritmo di espansione dell'economia dell'area nel 2010, riconoscendo che il processo di recupero risulterà probabilmente discontinuo e che le prospettive restano soggette a incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione di spinte inflazionistiche contenute nel medio termine, dato il protrarsi del parallelo rallentamento della moneta e del credito. Nell'insieme, 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.

Il Consiglio direttivo porterà avanti la propria linea di maggiore sostegno al credito a favore del sistema bancario, tenendo comunque conto del miglioramento della situazione in atto nei mercati finanziari ed evitando distorsioni connesse al mantenimento di misure non convenzionali per un periodo di tempo eccessivo. Il Consiglio direttivo continuerà inoltre a realizzare il graduale rientro delle misure straordinarie di liquidità non più altrettanto necessarie che in passato. Per contrastare con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, la liquidità erogata sarà riassorbita quando necessario. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda i conti pubblici, i governi di molti paesi dell'area dell'euro devono far fronte a squilibri di bilancio notevoli e in netto incremento. Il fabbisogno finanziario assai ampio del settore pubblico potrebbe innescare repentini cambiamenti del clima di fiducia dei

mercati, determinando tassi di interesse a medio e lungo termine meno favorevoli. Ciò a sua volta frenerebbe gli investimenti privati, indebolendo le basi per una crescita sostenuta. Elevati livelli di disavanzo e debito pubblico eserciterebbero inoltre ulteriori pressioni a carico della politica monetaria, minando la credibilità del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e del Patto di stabilità e crescita in quanto pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria. Il Consiglio direttivo esorta quindi i governi a decidere e attuare tempestivamente strategie di uscita dalle misure di stimolo e strategie di riequilibrio dei conti che siano ambiziose, fondate su ipotesi di crescita realistiche e incentrate soprattutto sulla riforma della spesa. Gli sgravi fiscali andrebbero considerati soltanto nel medio periodo, una volta che i paesi avranno recuperato un sufficiente margine di manovra nei bilanci. A questo riguardo l'attuale impegno dei governi ad avviare il processo di risanamento al più tardi nel 2011, spingendosi ben oltre il parametro dello 0,5 per cento del PIL all'anno in termini strutturali, rappresenta il requisito minimo per tutti i paesi dell'area dell'euro. Il successo delle strategie di riequilibrio dei conti dipenderà essenzialmente anche dall'esistenza di norme di bilancio e istituzioni nazionali adeguate e richiederà trasparenza delle procedure di bilancio, nonché statistiche di finanza pubblica complete e affidabili.

Per quanto concerne le riforme strutturali, dovrebbe rivestire un ruolo importante l'adeguata ristrutturazione del settore bancario. 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.

L'Eurosistema risponderà alla consultazione pubblica avviata dalla Commissione europea sulla strategia UE 2020, che prenderà le mosse dall'attuale strategia di Lisbona. Per far fronte alle sfide future, la strategia dovrebbe puntare al rafforzamento della crescita potenziale e alla creazione di elevati livelli di occupazione grazie all'efficienza dei mercati del lavoro e dei

beni e servizi, alla solidità dei sistemi finanziari e alla sostenibilità delle politiche di bilancio. L'obiettivo è realizzare un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, come sancisce il Trattato.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo descrive le modalità secondo cui la BCE ha valutato, segnalato e attuato l'orien-

tamento di politica monetaria sullo sfondo della recente crisi finanziaria; il secondo esamina le relazioni che la BCE ha instaurato con altri rilevanti istituzioni e organi dell'Unione europea fin dall'adozione dell'euro; infine il terzo presenta una visione d'insieme, corredata di stime, delle prestazioni pensionistiche erogate alle famiglie dai sistemi previdenziali pubblici nell'area dell'euro.

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 a livello internazionale è tornata in territorio positivo, per gli effetti base connessi ai prezzi delle materie prime. I rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Vi sono evidenze crescenti di un'espansione dell'attività economica mondiale, sorretta sia dalle azioni di stimolo delle politiche monetarie e di bilancio sia dal ciclo delle scorte. L'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) continua a segnalare una crescita dell'economia mondiale e in dicembre è salito a 53,4, da 51,7 nel mese precedente (cfr. figura 1). Tale aumento va ricondotto in larga misura al recupero del settore manifatturiero, ma anche i servizi hanno continuato la loro ripresa. Il recupero dell'attività è stato accompagnato da un incremento sostenuto della componente del PMI relativa ai nuovi ordini, soprattutto nel manifatturiero, a indicare una probabile espansione ulteriore di tale settore nel breve periodo.

Essendo rimasta lievemente negativa per alcuni mesi, principalmente a causa degli effetti base connessi ai corsi delle materie prime e all'ampio margine di capacità inutilizzata, l'inflazione generale al consumo sui 12 mesi nei paesi dell'OCSE è tornata in territorio positivo in ottobre ed è salita all'1,3 per cento in novembre (cfr. figura 2). Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è stato pari all'1,5 per cento in novembre, lievemente inferiore rispetto a un mese prima. Il *Global PMI Input Prices Index* relativo al settore manifatturiero ha altresì evidenziato un sensibile incremento dei prezzi di acquisto degli *input* in dicembre, registrando la crescita maggiore da agosto, per motivi in parte riconducibili ai recenti rincari delle materie prime.

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

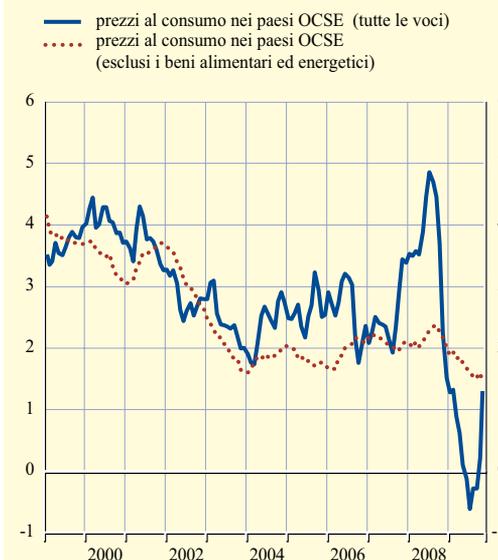
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti, al migliorare delle condizioni economiche, la crescita è diventata positiva nel terzo trimestre del 2009. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala un aumento del PIL in termini reali nello stesso trimestre pari al 2,2 per cento in ragione d'anno, contro il 2,8 per cento della stima precedente. La ripresa dell'attività è stata trainata principalmente dall'aumento della spesa per consumi, dal robusto recupero sia degli investimenti in edilizia residenziale sia delle esportazioni e dal ritmo meno pronunciato di decumulo delle scorte. Le misure di stimolo adottate dal governo hanno fornito un sostegno temporaneo alla domanda, con particolare riferimento al settore degli autoveicoli e delle abitazioni. Allo stesso tempo, la crescita del PIL è stata frenata dalla forte ascesa delle importazioni e dal calo degli investimenti in strutture non residenziali.

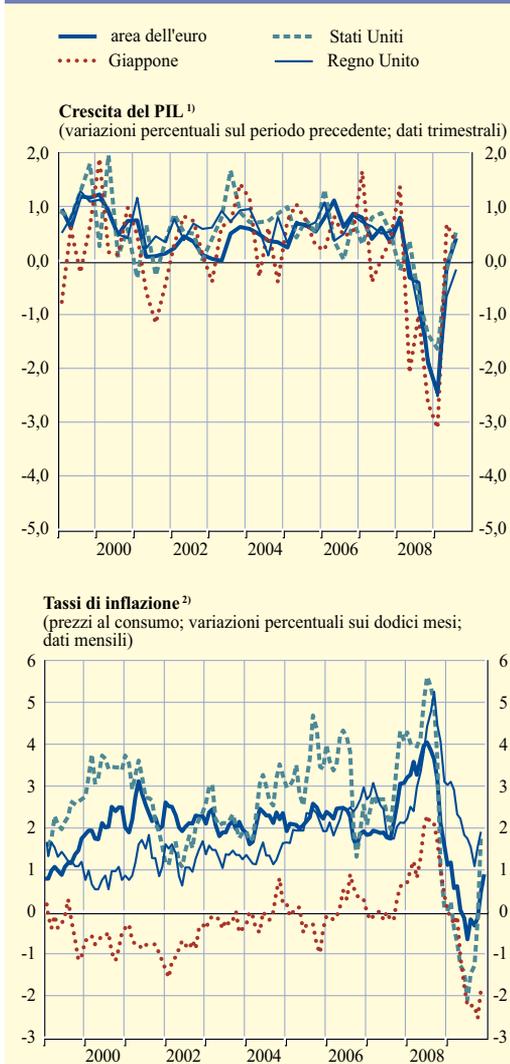
Con riferimento ai prezzi, dopo essersi collocata a -0,2 per cento in ottobre, l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita all'1,8 per cento in novembre, la prima variazione positiva da febbraio 2009 (cfr. figura 3). Questo aumento è in larga parte riconducibile ai maggiori costi dei beni energetici osservati in novembre, oltre che agli effetti base collegati agli andamenti pregressi dei prezzi di tali beni. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è rimasto stabile all'1,7 per cento.

Il 16 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. 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. Il FOMC continua inoltre a ricorrere a misure non convenzionali per sostenere il funzionamento dei mercati finanziari e stimolare l'economia, anche se il ritmo degli acquisti di attività viene gradualmente ridotto e si prevede che gran parte delle misure speciali a sostegno della liquidità giunga a scadenza nei prossimi mesi.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si sta riprendendo. In particolare, l'indagine Tankan della Banca del Giappone in dicembre ha evidenziato un miglioramento del clima di fiducia delle imprese ma-

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.

nifatturiere negli ultimi mesi. Le prospettive per la spesa in conto capitale restano tuttavia meno favorevoli, poiché le imprese sembrano caute circa gli andamenti a medio termine. In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office diffusa a dicembre, il tasso di crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2009 è stato rivisto notevolmente al ribasso (dall'1,2 allo 0,3 per cento). Ciò ha riflesso principalmente la significativa revisione verso il basso degli investimenti delle imprese e, in misura inferiore, delle scorte, mentre i consumi privati hanno avuto una lieve correzione verso l'alto.

A novembre gli indici di prezzo hanno continuato a scendere, per il considerevole margine di capacità produttiva inutilizzata. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è stata pari a -1,9 per cento (-2,5 in ottobre). Il contributo negativo della componente energetica ha tuttavia continuato a ridursi. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è stato pari a -1,0 per cento (-1,1 per cento in ottobre). Nella riunione del 18 dicembre la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la situazione economica migliora gradualmente. La crescita del PIL in termini reali nel terzo trimestre del 2009 è stata rivista lievemente al rialzo (a -0,2 per cento, rispetto alla prima stima di -0,3 per cento), in un contesto in cui le correzioni verso l'alto nel settore delle costruzioni sono state in parte compensate da quelle di segno opposto nel settore dei servizi. Gli indicatori congiunturali mostrano che il PIL in termini reali potrebbe essere tornato in territorio positivo nel quarto trimestre. A dicembre i prezzi delle abitazioni sono aumentati per il quinto mese consecutivo, dell'1,4 per cento sul mese precedente, ma si sono mantenuti comunque lievemente inferiori rispetto a un anno prima. L'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è risultata superiore alle previsioni degli operatori in novembre (1,9 per cento, contro l'1,5 di ottobre), riflettendo in parte la debolezza della sterlina britannica. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione aumenti ancora, trainata in qualche misura anche da effetti base (una riduzione temporanea dell'IVA nel dicembre 2008).

Nella riunione del 9 e 10 dicembre il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso all'unanimità di mantenere il tasso di interesse di riferimento allo 0,5 per cento e di proseguire con l'attuazione della strategia di allentamento quantitativo per il tramite di acquisti di attività. Ha inoltre introdotto una nuova misura in virtù della quale la Bank of England si offrirà di vendere obbligazioni societarie nell'ambito del Corporate Bond Secondary Market Scheme. Nella riunione del 7 gennaio, il Monetary Policy Committee ha mantenuto invariate tali politiche.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nel periodo recente la situazione economica sembra essersi stabilizzata anche in gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. In Svezia il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,2 per cento (sul periodo precedente) nel terzo trimestre del 2009, un ritmo lievemente inferiore rispetto allo 0,3 per cento del secondo. In Danimarca è aumentato dello 0,6 per cento dopo il calo pronunciato (del 2,3 per cento) del secondo trimestre, che ha riflesso principalmente fattori *una tantum*. A dicembre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 2,8 per cento in Svezia e all'1,2 per cento in Danimarca. L'11 dicembre la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di riferimento principale di 0,05 punti percentuali, all'1,2 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 -0,6 per cento), mentre si è collocato su valori positivi in Polonia e nella Repubblica Ceca (0,5 e 0,8 per cento). Gli indicatori congiunturali segnalano in generale un ulteriore miglioramento della situazione economica in gran parte dei paesi membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale. In particolare, gli indicatori collegati alle esportazioni e alla produzione manifatturiera sono notevolmente migliorati, mentre quelli connessi alla domanda interna evidenziano un quadro più contrastante. Nella maggior parte delle economie l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata leggermente a dicembre, salendo rispettivamente allo 0,5 e 4,7 per cento (sui 12 mesi) nella Repubblica Ceca e in Romania. In Polonia è invece rimasta invariata al 3,8 per cento. Il riquadro 1 esamina brevemente il processo di correzione esterna in atto nei paesi dell'Europa centrale e orientale.

Nella seconda metà di dicembre la Česká národní banka e la Magyar Nemzeti Bank hanno entrambe abbassato il tasso di riferimento principale di 25 punti base, rispettivamente all'1 e 6,25 per cento. Agli inizi di gennaio la Banca Națională României ha ridotto il proprio di 50 punti base, al 7,5 per cento.

Riquadro 1

LA CORREZIONE ESTERNA NELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

Dalla fine del 2007 diversi Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale registrano un rientro degli squilibri interni ed esterni, un processo accentuatosi all'intensificarsi delle turbolenze finanziarie mondiali. Negli ultimi due anni gran parte dei paesi della regione ha subito un calo significativo sia del PIL sia della domanda interna e ciò ha favorito una rapida contrazione dei consistenti disavanzi correnti che avevano caratterizzato alcune di queste economie negli anni precedenti. Questo riquadro esamina brevemente la formazione e il successivo riassorbimento degli squilibri esterni nella regione.

In gran parte dei paesi dell'Europa centrale e orientale la crescente integrazione nell'economia mondiale è stata accompagnata da un processo di rapida convergenza, cui si sono uniti ampi disavanzi correnti. Benché questi ultimi costituiscano in qualche misura una caratteristica normale del suddetto processo, in alcuni stati della regione il disavanzo ha raggiunto dimensioni molto maggiori di quelle che potrebbero essere di norma spiegate in un'ottica intertemporale¹⁾. Nel 2007 la sua incidenza sul PIL era pari a oltre il 10 per cento in Estonia, Lituania e Romania e superiore al 20 per cento in Bulgaria e Lettonia, facendo sollevare la questione relativa alla sostenibilità di detti livelli nel medio periodo. Tali squilibri esterni costituivano in genere anche un riflesso di squilibri interni. In particolare, nei paesi con margini di flessibilità valutaria assenti o limitati, il livello relativamente basso dei tassi di interesse ha alimentato la crescita del credito interno e il surriscaldamento dell'economia. I disavanzi correnti si sono quindi ampliati come conseguenza della crescita delle importazioni stimolata dalla robusta domanda interna, in un contesto in cui la competitività delle esportazioni risentiva dell'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto.

Dalla fine del 2007 i disavanzi di conto corrente e di conto capitale si sono ridotti in tutte le economie considerate. Nei paesi baltici, il saldo di tali conti è addirittura diventato positivo nel

1) Per dei riscontri a questo proposito, cfr. Ca' Zorzi, M., A. Chudik e A. Dieppe (2009), *Current account benchmarks for central and eastern Europe: a desperate search?*, Working Paper della BCE, n. 995.

Figura A Saldi del conto corrente e del conto capitale nei paesi dell'Europa centrale e orientale

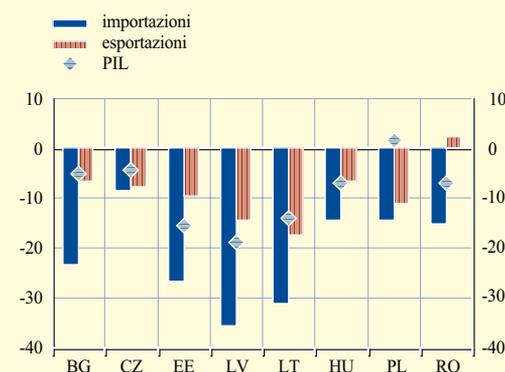
(percentuali del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni del *Word Economic Outlook* dell'FMI.

Figura B PIL, importazioni ed esportazioni

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente nel terzo trimestre 2009; a prezzi costanti)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

2009 (cfr. figura A)²⁾. Il riassorbimento dei disavanzi correnti ha avuto luogo in presenza di un calo significativo dei prezzi delle abitazioni e del tasso di espansione del credito, soprattutto nelle economie che avevano in precedenza evidenziato forti segnali di surriscaldamento. Benché la correzione degli squilibri fosse già iniziata prima dell'acuirsi delle turbolenze finanziarie nel settembre del 2008, l'accresciuta avversione mondiale al rischio ha amplificato la velocità e l'entità della correzione e determinato un brusco ridimensionamento dell'attività economica e della domanda interna. La flessione dell'attività è stata particolarmente pronunciata nei paesi baltici, in parte per l'impossibilità di deprezzare il cambio e di conseguenza mitigare il rallentamento. Poiché il processo di correzione è stato accompagnato da un brusco calo dell'interscambio mondiale, sia le esportazioni sia le importazioni sono diminuite sensibilmente ovunque nella regione. Tuttavia, in tutti i paesi considerati, tra il terzo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009 le importazioni sono scese più delle esportazioni in termini sia nominali sia reali e questo ha determinato una netta correzione dei disavanzi correnti (cfr. figura B).

L'entità della correzione complessiva del disavanzo corrente in ciascuna di queste economie sembra essere connessa anche al finanziamento dello stesso nel periodo precedente le turbolenze. Rispetto ai paesi, come la Repubblica Ceca e la Polonia, in cui gli investimenti diretti esteri (IDE) costituivano una percentuale elevata del conto finanziario, quelli con una più forte dipendenza dagli afflussi nella voce "Altri investimenti", come ad esempio i paesi baltici, hanno sperimentato una più acuta correzione dei propri disavanzi (cfr. figura C). Gli ingenti deflussi netti per "Altri investimenti" registrati in questi paesi durante le turbolenze sono in parte riconducibili alla riduzione della leva finanziaria su scala mondiale risultante dal considerevole aumento dell'avversione al rischio degli investitori e alla minore domanda di credito, poiché in alcune delle economie in esame la correzione ha riflesso i precedenti periodi di vigorosa domanda interna trainata dal credito. Per quanto concerne i flussi nella voce "Altri investimenti" esistono anche delle differenze tra paesi, che riguardano i flussi

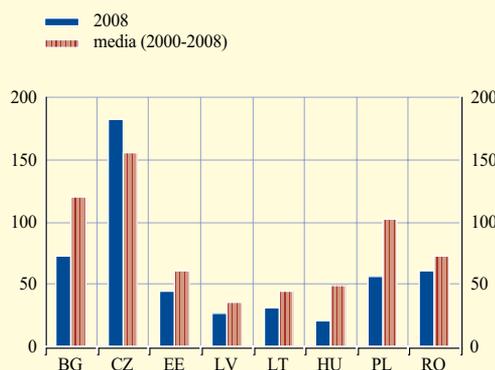
2) Si noti che, per alcuni paesi, le registrazioni a debito nella voce dei redditi del conto corrente includono gli accantonamenti da parte delle banche di proprietà estera che registrano una perdita. Al netto di questi accantonamenti, le perdite di tali banche risulterebbero inferiori e questo comporterebbe un minore avanzo di conto corrente.

transfrontalieri tra banche. In alcuni paesi – quali l’Estonia, la Polonia e l’Ungheria – le filiali locali di istituti esteri hanno ricevuto un consistente sostegno di liquidità dalle rispettive capogruppo e questo potrebbe avere svolto un ruolo di stabilizzazione.

Per riassumere, in alcuni paesi dell’Europa centrale e orientale gli squilibri esterni hanno registrato una rapida e consistente correzione, la cui velocità ed entità sono state amplificate dagli effetti delle turbolenze. L’intensità del processo di riassorbimento in ciascuna economia sembra dipendere in parte dalle dimensioni degli squilibri accumulati prima della crisi. Inoltre, anche la struttura di finanziamento del disavanzo corrente sembra avere svolto un ruolo nella dinamica della correzione in quanto i paesi con una maggiore incidenza degli IDE sul conto finanziario hanno evidenziato una vulnerabilità relativamente inferiore alle turbolenze mondiali.

Figura C IDE: grado di copertura del conto corrente e del conto capitale

(afflussi netti di IDE in percentuale della somma del conto corrente e del conto capitale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Anche nei paesi emergenti dell’Asia, l’economia ha continuato a riprendersi, trainata sia dalle politiche monetarie e fiscali espansive in atto sia dall’aumento delle valutazioni delle attività risultante in parte dagli afflussi di capitali esteri. Inoltre, le statistiche più recenti sul mercato del lavoro indicano che in diversi paesi il tasso di disoccupazione, in crescita dal quarto trimestre del 2008, ha iniziato a scendere. In aggiunta è proseguita la ripresa del commercio estero. L’inflazione sta gradualmente aumentando, anche se i tassi di variazione dei prezzi al consumo sui 12 mesi restano bassi in gran parte dei paesi. La principale eccezione è costituita dall’India, dove a novembre l’inflazione (all’ingrosso) era pari al 4,8 per cento.

In Cina la crescita economica è rimasta vigorosa nell’ultimo trimestre del 2009. A seguito del vasto numero di progetti infrastrutturali avviati dal pacchetto fiscale e delle prospettive favorevoli per il settore immobiliare, gli investimenti fissi sono aumentati del 32 per cento tra gennaio e novembre 2009 rispetto allo stesso periodo un anno prima. In presenza di una perdurante espansione dei consumi, la robusta domanda interna ha contribuito a far aumentare le importazioni, mentre la ripresa delle esportazioni è rimasta moderata. Di conseguenza, nel 2009 l’avanzo commerciale è diminuito di un terzo rispetto all’anno precedente. A novembre il tasso di variazione dei prezzi al consumo è diventato lievemente positivo per la prima volta dagli inizi del 2009. A fine novembre lo stock di prestiti era ancora superiore del 34 per cento rispetto a un anno prima, ma le statistiche mensili più recenti mostrano che la crescita del credito ha iniziato a moderarsi.

AMERICA LATINA

In America latina l’attività economica continua a evidenziare segnali di miglioramento in gran parte dei paesi. In Brasile la produzione industriale è aumentata del 5,1 per cento (sul periodo corrispondente) a novembre, dopo essere scesa del 3,1 per cento in ottobre. L’inflazione sui 12 mesi misurata sull’IPC è stata pari al 4,2 per cento in novembre, superiore di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente. In Argentina l’economia ha accelerato in novembre e la produzione industriale

è cresciuta del 4 per cento sul periodo corrispondente, contro l'1,4 per cento del mese precedente. L'inflazione misurata sull'IPC è salita ulteriormente, al 7,1 per cento, dal 6,5 per cento di ottobre. In Messico l'attività economica è rimasta debole, pur mostrando alcuni segnali di miglioramento, e la produzione industriale in novembre è diminuita dell'1,7 per cento sul periodo corrispondente (contro un calo del 5,0 per cento in ottobre). Allo stesso tempo l'inflazione ha continuato a calare e in dicembre è scesa al 3,6 per cento sui 12 mesi, dal 3,9 di novembre.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Agli inizi di dicembre i corsi petroliferi sono lievemente diminuiti, per poi stabilizzarsi. Dall'ultima settimana di dicembre, in un periodo in cui l'emisfero settentrionale ha sperimentato un'insolita ondata di freddo, le quotazioni sono risalite. Il 13 gennaio 2010 il greggio di qualità Brent è stato quotato a 78 dollari per barile, circa il doppio rispetto al livello degli inizi del 2009 (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono una crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2011 che si collocano attorno agli 88 dollari per barile.

Per quanto concerne i fondamentali, nel 2009 la domanda di petrolio è stata molto più vigorosa rispetto alle attese di inizio anno. Dal lato dell'offerta, il miglioramento delle condizioni della domanda ha determinato in novembre un aumento della produzione di quasi 200.000 barili al giorno, due terzi dei quali provenienti dai paesi dell'OPEC. In prospettiva, l'Agenzia internazionale per l'energia ha continuato a rivedere al rialzo le sue proiezioni relative alla domanda di petrolio per il 2010. Anche le proiezioni a medio termine per il periodo 2010-14 sono state corrette verso l'alto, di quasi due milioni di barili al giorno, sullo sfondo di previsioni più ottimistiche per l'economia globale.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati da fine novembre. L'aumento dei corsi dei beni alimentari è riconducibile al mais, al frumento e allo zucchero. I prezzi dei metalli non ferrosi sono generalmente aumentati di circa il 10-20 per cento come conseguenza dell'intensa ricostituzione delle scorte, soprattutto nei mercati emergenti. L'8 gennaio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 33 per cento rispetto agli inizi del 2009.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Stando agli indicatori anticipatori, si rafforzano i segnali di un ulteriore miglioramento delle prospettive economiche. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE mostra un aumento che prosegue dal minimo registrato nel 2009: ciò indica come l'attività economica sia avviata su un sentiero di recupero in gran parte dei paesi avanzati appartenenti all'OCSE (cfr. figura 5),

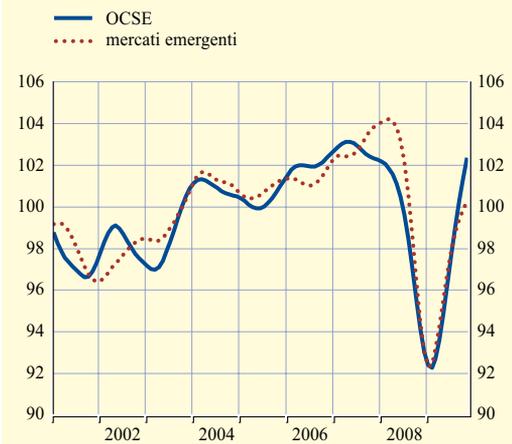
Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



così come nelle principali economie emergenti. Queste prospettive più favorevoli sono sostenute anche dal perdurante miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese in gran parte delle economie dell'OCSE negli ultimi mesi. Inoltre, i corsi azionari sono saliti notevolmente in tutto il mondo, uno sviluppo che potrebbe riflettere sia un sensibile allentamento delle tensioni nei mercati finanziari – segnalato dal calo della volatilità in tutte le classi di attività – sia prospettive più favorevoli per la crescita mondiale. La ripresa dell'economia su scala internazionale fornisce un'indicazione positiva anche per le prospettive per l'interscambio mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro. Al tempo stesso permangono incertezze circa la sostenibilità della ripresa mondiale, per la natura provvisoria di alcuni fattori (quali il ciclo delle scorte e le azioni di stimolo intraprese) che sostengono l'attività economica nel breve periodo.

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.

Benché le prospettive per l'economia mondiale siano ancora contraddistinte da incertezza, i rischi per l'attività restano tuttavia 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'economia mondiale, così come l'interscambio con l'estero, potrebbero 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.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I tassi di crescita sui dodici mesi di M3 e dei prestiti delle IFM al settore privato sono stati entrambi negativi in novembre dopo essere scesi entrambi per un protratto periodo di tempo. Ciò conferma la valutazione secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo sta diminuendo e le pressioni inflazionistiche a medio termine sono modeste. I deboli andamenti complessivi di M3 continuano a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo per via dell'impatto ribassista della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. Il fatto che il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato sia rimasto negativo in novembre ha celato un aumento del tasso di incremento dei prestiti alle famiglie, mentre la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie ha continuato a calare. L'andamento della crescita dei prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie resta coerente con le regolarità storiche rispetto al ciclo economico. In novembre la riduzione della leva finanziaria delle IFM dell'area dell'euro è proseguita, sospinta soprattutto dalla riduzione delle posizioni fra IFM.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito ulteriormente in novembre, raggiungendo il -0,2 per cento dopo lo 0,3 di ottobre (cfr. figura 6). Ciò ha rispecchiato un tasso di crescita negativo sul mese precedente per il terzo mese consecutivo (-0,6 per cento, dopo il -0,2 di ottobre e il -0,1 di settembre). Queste deboli dinamiche monetarie continuano, in larga misura, a riflettere l'attuale pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti e la ripresa dei mercati azionari e di altre classi di attività negli ultimi mesi, fattori che incoraggiano entrambi spostamenti dalle attività monetarie a strumenti meno liquidi e più rischiosi (per ulteriori informazioni sulle scelte di portafoglio degli investitori istituzionali, cfr. il riquadro 2 *Nuove serie statistiche sui fondi d'investimento dell'area dell'euro*). Di conseguenza, il rallentamento di M3 sovrastima la flessione dell'espansione monetaria di fondo. Nel contempo, nell'attuale contesto di tassi di interesse, il costo opportunità di detenere depositi *overnight* anziché depositi a termine a breve scadenza e strumenti negoziabili resta basso. Ciò ha sostenuto gli afflussi registrati costantemente nel corso del 2009 per i depositi *overnight*, alimentando la crescita sui dodici mesi di M1 (malgrado un deflusso di tali depositi in novembre).

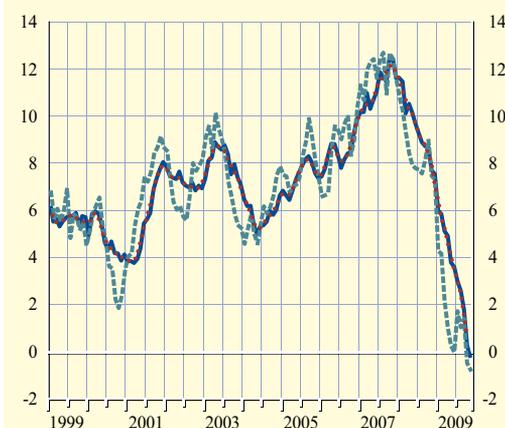
In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo, mentre il flusso mensile è stato positivo. La crescita dei prestiti sui dodici mesi corretta per le cartolarizzazioni (cioè per la loro cancellazione dai bilanci delle IFM) è ulteriormente diminuita, pur rimanendo leggermente positiva.

Il profilo della crescita dei prestiti resta coerente con le regolarità rispetto al ciclo economico e sembra in larga misura riflettere la ridotta domanda da parte dei debitori. Le principali attività detenute dalle IFM sono diminuite ulterior-

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.

mente in novembre e il processo di riduzione dell'indebitamento ha seguito a essere sospinto principalmente dal ridimensionamento delle posizioni reciproche delle IFM, anziché da cali dei prestiti al settore privato.

Riquadro 2

NUOVE SERIE STATISTICHE SUI FONDI DI INVESTIMENTO DELL'AREA DELL'EURO

In questo numero del Bollettino mensile sono pubblicate per la prima volta le statistiche armonizzate sulle attività e passività dei fondi di investimento con sede legale nell'area dell'euro, disponibili a partire dal dicembre 2008¹⁾. I fondi di investimento rappresentano la maggiore categoria del sottosectore di società finanziarie denominato nel SEC 95 "altri intermediari finanziari, escluse le imprese di assicurazione e i fondi pensione" (AIF), essendo detentori di circa la metà delle attività totali degli AIF. Insieme alle società di assicurazione e ai fondi pensione, essi svolgono un ruolo importante per l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro e l'interpretazione degli andamenti della moneta e del credito²⁾. Questo riquadro presenta i principali elementi distintivi delle nuove statistiche sui fondi di investimento dell'area dell'euro³⁾, ne esamina l'utilità ai fini dell'analisi monetaria e finanziaria e mette in luce varie caratteristiche osservate nelle serie⁴⁾.

Elementi distintivi delle nuove statistiche sui fondi di investimento dell'area dell'euro

Le statistiche relative ai fondi di investimento dell'area dell'euro pubblicate trimestralmente dalla BCE tra il 2003 e l'ottobre 2009 non erano armonizzate e si basavano in parte su stime. Per contro, i nuovi dati si caratterizzano per i seguenti aspetti: a) l'uso di concetti armonizzati conformi ai principi statistici internazionali come il SEC 95, che garantiscono un grado elevato di confrontabilità; b) la copertura completa dei paesi dell'area dell'euro; c) la disponibilità di dati relativi alle transazioni avvenute durante il periodo di riferimento (oltre a quelli già disponibili sugli importi in essere a fine periodo); d) una scomposizione più dettagliata di attività e passività (ad esempio in base alla residenza e al settore degli emittenti di titoli di debito e di capitale detenuti dai fondi di investimento dell'area dell'euro, e in base alla residenza dei detentori di titoli di capitale emessi dai fondi di investimento dell'area dell'euro); e) nuove scomposizioni del settore dei fondi di investimento, comprese informazioni dettagliate sugli *hedge fund* (o fondi speculativi) e sui fondi di investimento aperti/chiusi; f) la pubblicazione dei dati principali con cadenza mensile e di quelli dettagliati con cadenza trimestrale; e g) una pubblicazione più tempestiva delle statistiche (sette settimane dopo il periodo di riferimento, anziché quindici).

Utilità delle statistiche sui fondi di investimento ai fini dell'analisi monetaria e finanziaria

La disponibilità di dati dettagliati e tempestivi sui fondi di investimento può contribuire all'analisi monetaria e finanziaria della BCE per vari motivi.

- 1) Cfr. le sezioni 2.9 e 2.10 del capitolo "Statistiche dell'area dell'euro".
- 2) Cfr. *The role of other financial intermediaries in money and credit developments in the euro area*, Occasional Paper n. 75 della BCE, ottobre 2007.
- 3) Il comunicato stampa mensile della BCE sulle statistiche relative ai fondi di investimento comprende inoltre nuovi dati sui fondi del mercato monetario dell'area dell'euro, che sono presi in esame nell'ambito delle statistiche sul bilancio delle IFM in considerazione della loro rilevanza per gli andamenti monetari e non vengono trattati nel presente riquadro.
- 4) Gli ultimi dati sui fondi di investimento possono essere scaricati dallo Statistical Data Warehouse della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=17066>). Maggiori dettagli riguardo alle statistiche più recenti sui fondi di investimento, unitamente alle relative note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/funds/html/index.en.html>).

In primo luogo, va considerato che i fondi di investimento sono intermediari finanziari che si occupano della gestione patrimoniale per conto di altri investitori. Di conseguenza, le statistiche relative al lato del passivo dei bilanci dei fondi di investimento forniscono importanti informazioni sul comportamento dei settori residenti e non residenti detentori di quote/partecipazioni in fondi di investimento. Ad esempio, la scomposizione degli acquisti di quote/partecipazioni in fondi di investimento in base alla loro politica di investimento può fornire indicazioni riguardo alle variazioni nel clima di fiducia e nella propensione al rischio degli investitori. In particolare, essa potrebbe agevolare l'individuazione e la quantificazione delle ricomposizioni di portafoglio fra attività monetarie e altre categorie di attività dovute a fattori diversi dai rendimenti relativi. Inoltre, le variazioni di valore delle attività detenute dai fondi di investimento si trasmettono – per il tramite delle variazioni di valore delle rispettive quote/partecipazioni – alla ricchezza netta di famiglie, società non finanziarie, società di assicurazione e fondi pensione, e potrebbero pertanto avere ripercussioni sul livello dell'attività economica e finanziaria. Infine, la struttura delle attività finanziarie detenute dai fondi di investimento fornisce elementi conoscitivi riguardo ai rischi finanziari indirettamente assunti dagli investitori attraverso l'acquisto di quote/partecipazioni in tali fondi.

In secondo luogo, i fondi di investimento sono grandi investitori istituzionali in grado di influenzare l'andamento dei mercati dei capitali, come rilevabile dall'esame del lato dell'attivo del loro bilancio aggregato. Ciò avviene mediante: a) l'incanalamento di fondi ad altri settori (principalmente IFM, società non finanziarie e amministrazioni pubbliche), che influisce sulla quantità di finanziamento disponibile; e b) l'impatto esercitato sui prezzi nei mercati dei capitali. I fondi di investimento svolgono pertanto un ruolo importante nell'aiutare vari altri settori istituzionali a finanziare le rispettive attività e voci di spesa, e influenzano al tempo stesso il prezzo che questi stessi settori si trovano a pagare per ottenere finanziamento esterno.

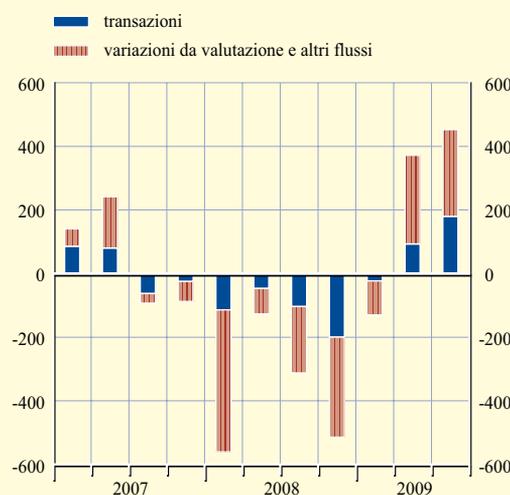
Caratteristiche del settore dei fondi di investimento dell'area dell'euro

Il valore delle attività totali in essere dei fondi di investimento dell'area dell'euro si collocava a 5.150 miliardi di euro alla fine del terzo trimestre 2009. Sulla base dei conti dell'area dell'euro e delle nuove statistiche sui fondi di investimento, nel secondo trimestre dello stesso anno (l'ultimo periodo per il quale sono disponibili dati relativi ai conti dell'area) tali fondi detenevano circa il 10 per cento delle attività del settore delle società finanziarie dell'area dell'euro. A titolo di confronto, nello stesso periodo la quota delle attività detenute dalle IFM dell'area in base ai dati del rispettivo bilancio aggregato (non consolidato) era pari al 68 per cento.

Nel caso dei fondi di investimento dell'area dell'euro, negli ultimi tre anni le variazioni nelle consistenze di quote/partecipazioni emesse sono ascrivibili a oscillazioni dei prezzi più che a transazioni (cfr. figura A). Ciò contrasta

Figura A Variazioni delle quote/partecipazioni in essere emesse da fondi di investimento dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati trimestrali non destagionalizzati)

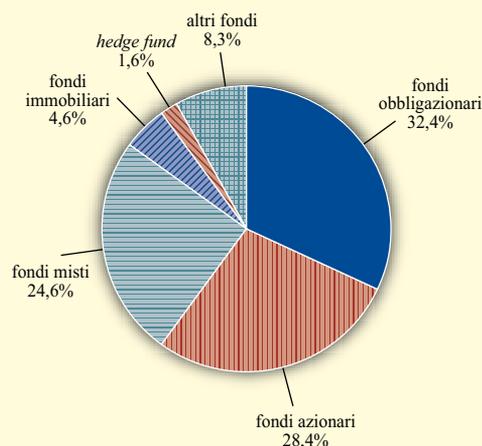


Fonte: BCE.

con quanto rilevato per il settore delle IFM, dove le consistenze sono variate soprattutto per effetto di transazioni. Tale differenza è dovuta soprattutto al fatto che i portafogli di attività delle IFM sono composti prevalentemente da prestiti (misurati al valore nominale), mentre quelli dei fondi di investimento consistono in maniera preponderante di titoli (misurati al valore di mercato). Nel contempo, il volume significativo delle emissioni nette di quote/partecipazioni nel secondo e terzo trimestre 2009 – i cui proventi sono stati investiti soprattutto in titoli di debito nel secondo trimestre e in azioni e altri titoli di capitale nel terzo trimestre – è indicativo di una ripresa del settore dei fondi di investimento (ulteriormente confermata dai dati mensili fino a tutto ottobre 2009). Tale ripresa fa seguito alla protratta contrazione delle quote/partecipazioni in fondi di investimento registrata fra il secondo trimestre 2007 e il secondo trimestre 2009. Essa è in linea con il migliorato clima di mercato e con l'inclinazione pronunciata della curva dei rendimenti osservati negli ultimi trimestri, che hanno alimentato la ricomposizione dei portafogli a scapito delle attività monetarie, più sicure e liquide, e a favore di quelle a più lungo termine caratterizzate da maggiore rischiosità⁵⁾.

Figura B Quote/partecipazioni emesse da fondi di investimento dell'area dell'euro: scomposizione per strategia di investimento

(dati per la fine del terzo trimestre 2009; consistenze)



Fonte: BCE.

Dalla scomposizione delle emissioni di quote/partecipazioni di fondi di investimento dell'area dell'euro in base alle politiche di investimento emerge che i fondi obbligazionari, azionari e misti rappresentavano congiuntamente l'85 per cento delle quote/partecipazioni totali nel terzo trimestre 2009 (cfr. figura B)⁶⁾. I fondi obbligazionari si configuravano come la categoria più importante, seguiti da vicino dai fondi azionari, entrambi con una quota di circa il 30 per cento. La percentuale di quote/partecipazioni ascrivibili ai fondi misti era approssimativamente del 25 per cento, quella degli *hedge fund* di appena il 2 per cento. Va notato che quand'anche il suo gestore operi dall'interno dell'area, un *hedge fund* non figurerà nelle statistiche BCE qualora sia domiciliato all'esterno dell'area, circostanza assai comune in questo settore. Nel complesso, nel terzo trimestre 2009 l'investimento nei vari fondi dell'area dell'euro era pertanto equamente ripartito fra le principali tipologie di fondi. Tuttavia, le loro quote relative possono variare nel tempo, poiché risentono notevolmente degli andamenti dei prezzi delle attività e della domanda degli investitori per le diverse tipologie di fondi di investimento. Ad esempio, nel terzo trimestre 2009 la quota dei fondi azionari sul totale delle quote/partecipazioni dei fondi di investimento risultava aumentata di 5 punti percentuali rispetto al primo trimestre dello stesso anno.

- 5) Va rilevato, tuttavia, che questi afflussi netti di ampie dimensioni comprendono ingenti acquisti di quote di fondi di investimento da parte di due fondi pensione dei Paesi Bassi. Tali acquisti sono stati effettuati in giugno (per 70 miliardi di euro circa) e in luglio (97 miliardi) del 2009, originando rispettivamente tre quarti e metà degli afflussi netti dell'area dell'euro nel secondo e terzo trimestre 2009.
- 6) Per una definizione delle varie tipologie di fondi di investimento, cfr. il glossario in calce all'Indirizzo della BCE relativo alle statistiche monetarie, delle istituzioni e dei mercati finanziari (rifusione) (BCE/2007/9).

Per quanto riguarda le principali attività detenute dai fondi di investimento, alla fine del terzo trimestre 2009 le azioni e gli altri titoli di capitale (comprese le quote/partecipazioni in fondi di investimento e fondi del mercato monetario) ammontavano a 2.224 miliardi di euro, mentre i titoli di debito erano pari a 1.998 miliardi. Ciò fa ritenere che, in termini generali, i detentori di quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento dell'area dell'euro sono esposti in misura analoga al rischio di variazioni dei corsi azionari e a quello di variazioni dei rendimenti obbligazionari.

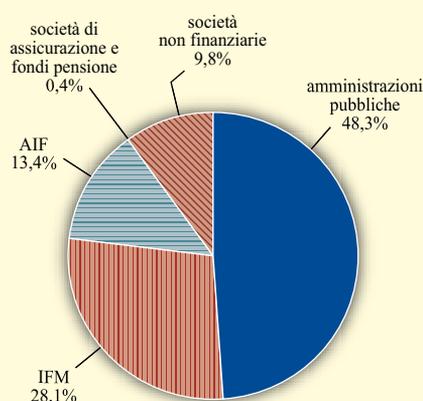
La maggior parte dei titoli di debito (il 70 per cento circa) e delle azioni e altri titoli di capitale (60 per cento circa) detenuti dai fondi di investimento è stata emessa nell'area dell'euro. Nel caso dei titoli di debito, circa la metà di tali emissioni era costituita da titoli pubblici e circa un terzo da obbligazioni bancarie, mentre le emissioni di AIF e quelle di società non finanziarie rappresentavano ciascuna il 10 per cento circa (cfr. figura C). Per quanto riguarda le azioni e gli altri titoli di capitale, invece, la quota principale era formata da emissioni di altri fondi di investimento dell'area o di società non finanziarie, ciascuna pari a circa il 40 per cento (cfr. figura D). La parte restante era costituita prevalentemente da titoli di capitale delle IFM (14 per cento).

Sulla base dei conti dell'area dell'euro e delle nuove statistiche qui esaminate, nel secondo trimestre 2009 i fondi di investimento detenevano circa il 10 e 15 per cento delle consistenze di titoli di debito emessi rispettivamente dalle IFM e dalle società non finanziarie, nonché il 15 per cento circa del totale delle azioni quotate emesse da ciascuno di questi settori. Questi dati sono sintomatici del ruolo piuttosto importante ricoperto dai fondi di investimento per quanto riguarda l'offerta di finanziamenti a banche e imprese.

Nel complesso, le nuove serie apportano miglioramenti significativi al quadro di riferimento statistico dell'area dell'euro per quanto riguarda gli intermediari finanziari diversi dalle IFM e forniscono un importante complemento alle statistiche sulle IFM. Esse consentono in particolare

Figura C Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro e detenuti da fondi di investimento: scomposizione per settore

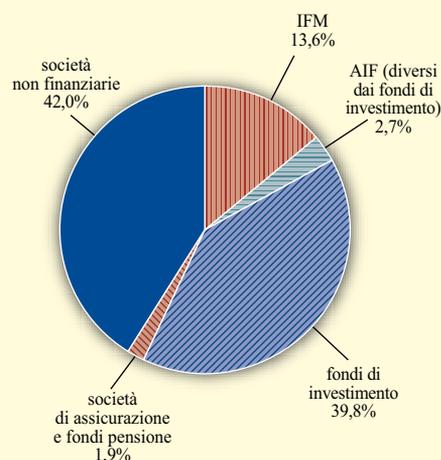
(dati per la fine del terzo trimestre 2009; consistenze)



Fonte: BCE.

Figura D Azioni ed altre partecipazioni emesse da residenti nell'area dell'euro e detenute da fondi di investimento: scomposizione per settore

(dati per la fine del terzo trimestre 2009; consistenze)



Fonte: BCE.

un'analisi più dettagliata delle variazioni nel comportamento degli investitori e nell'allocazione dei portafogli dei fondi di investimento. Attualmente sono in preparazione altri miglioramenti statistici relativamente sia alle società veicolo finanziarie partecipanti ad operazioni di cartolarizzazione (anch'esse appartenenti al settore degli AIF), sia al settore delle società di assicurazione e dei fondi pensione.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'ulteriore rallentamento della crescita sui dodici mesi di M3 ha riflesso il perdurante indebolimento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei depositi a termine a breve scadenza diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) e degli strumenti negoziabili (M3-M2), mentre il tasso di espansione sui dodici mesi di M1 è leggermente aumentato. In termini di flussi mensili, in novembre si sono registrati deflussi per tutti i principali aggregati. Mentre per i depositi a termine a breve scadenza diversi dai depositi *overnight* e per gli strumenti negoziabili si è trattato di un proseguimento di tendenze passate, per M1 ciò ha seguito una serie di forti afflussi.

Nonostante il deflusso mensile, il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è salito, portandosi al 12,6 per cento in novembre, dall'11,8 del mese precedente, per via di effetti base (cfr. tavola 1). Il deflusso mensile rispecchia un afflusso relativamente sostenuto nel circolante che è stato più che compensato dal forte deflusso registrato per i depositi *overnight* (quest'ultimo di riflesso probabilmente a un riassorbimento dei fondi collocati temporaneamente in tale strumento nel corso del 2009).

In novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è sceso ulteriormente, al -8,6 per cento dal -7,2 di ottobre. Ciò ha rispecchiato ulteriori deflussi per i depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza),

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 ott.	2009 nov.
M1	47,8	2,7	5,3	8,0	12,3	11,8	12,6
Banconote e monete in circolazione	8,1	12,4	13,6	13,2	12,8	6,5	6,8
Depositi <i>overnight</i>	39,7	0,8	3,7	7,0	12,2	12,9	13,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,7	15,8	9,3	3,0	-3,1	-7,2	-8,6
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	20,5	29,0	13,0	-0,7	-13,1	-21,6	-23,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,2	-0,5	4,5	8,6	12,8	16,2	16,3
M2	87,5	8,9	7,3	5,5	4,5	2,3	1,9
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,5	4,2	-0,7	-2,5	-7,5	-11,8	-12,9
M3	100,0	8,2	6,1	4,4	2,8	0,3	-0,2
Credito a residenti nell'area dell'euro		7,4	5,9	4,3	3,3	2,9	2,5
Credito alle amministrazioni pubbliche		1,7	5,6	8,4	11,5	15,2	13,3
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,9	2,3	1,5	2,7	3,6	3,4
Credito al settore privato		8,6	5,9	3,5	1,6	0,5	0,4
Prestiti al settore privato		7,3	4,6	2,1	0,4	-0,8	-0,7
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		8,4	6,1	3,6	1,6	0,3	0,1
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		1,1	1,7	2,7	3,6	6,3	6,9

Fonte: BCE.

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

alcuni dei quali hanno continuato a essere diretti verso i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine). Tali andamenti delle varie tipologie di depositi a breve termine sono in linea con i rispettivi tassi di interesse corrisposti su tali depositi. A tale riguardo, il fatto che i depositi a risparmio a breve termine siano attualmente meglio remunerati dei depositi a termine a breve scadenza può spiegare gli afflussi osservati costantemente verso i primi. Il costo opportunità di detenere depositi *overnight* resta basso, fattore questo che continua a fornire incentivi a collocare fondi in questo strumento (sebbene in novembre si sia registrato un deflusso mensile).

In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è sceso ulteriormente, collocandosi al -12,9 per cento dal -11,8 di ottobre. Il maggiore deflusso si è registrato per le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Analogamente, il settore detentore di moneta ha continuato a ridurre le consistenze di titoli di debito delle IFM con scadenza fino a due anni, sebbene più lentamente che nel mese precedente.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una scomposizione settoriale, ha continuato a diminuire in novembre, raggiungendo l'1,0 per cento dall'1,4 di ottobre. Ciò rispecchia andamenti eterogenei in vari settori: il contributo fornito dalle famiglie si è ridotto ulteriormente, pur continuando a superare il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi totali di M3, mentre il lieve contributo positivo apportato dalle società non finanziarie ha continuato ad aumentare. Il rallentamento dei depositi delle famiglie è in linea sia con il fatto che in genere il reddito delle famiglie reagisce con ritardo a una ripresa dell'attività economica, sia con lo spostamento di fondi in attività a più lungo termine. Nel contempo, il perdurante accumulo di liquidità osservato per le società non finanziarie è in linea con la ricomposizione delle riserve di liquidità da parte delle imprese sulla scia della crisi, nonché con il miglioramento dei flussi di cassa delle aziende normalmente osservato all'inizio di una ripresa economica.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sui dodici mesi del credito totale erogato dalle IFM ai residenti nell'area dell'euro è sceso al 2,5 per cento in novembre, dal 2,9 di ottobre (cfr. tavola 1). Ciò ha rispecchiato principalmente una diminuzione, seppur da un valore molto elevato, del tasso di crescita sui dodici mesi del credito al settore delle amministrazioni pubbliche. Il calo di tale tasso è riconducibile alla sua principale componente, i titoli di debito delle amministrazioni pubbliche, ed è stato il primo dall'intensificarsi delle turbolenze finanziarie. In novembre il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto negativo, mentre il flusso mensile è stato positivo.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato, la principale componente del credito a tale settore, si è collocato al -0,7 per cento in novembre, dal -0,8 del mese precedente, ponendo termine alla serie di cali iniziati nel dicembre 2007. Tuttavia, in novembre il tasso di crescita sui dodici mesi corretto per l'impatto delle cartolarizzazioni *pro soluto* è ulteriormente diminuito, portandosi allo 0,1 per cento dallo 0,3 di ottobre, malgrado un flusso positivo in novembre. L'attività di cartolarizzazione è stata moderata negli ultimi mesi, determinando una riduzione della differenza tra le serie non corrette e quelle corrette (con una differenza di 0,8 punti percentuali in novembre, in calo dagli 1,1 punti percentuali di ottobre). In prospettiva, la differenza tra le due serie dovrebbe far registrare un ulteriore significativo calo. La ridotta attività di cartolarizzazioni trattenute nei bilanci potrebbe essere attribuibile alla minore domanda di liquidità di banca centrale da parte degli enti creditizi a fronte delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a un anno condotte dall'Eurosistema.

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 ott.	2009 nov.
Società non finanziarie	43,9	11,3	8,1	4,6	1,1	-1,2	-1,9
Fino a 1 anno	25,7	9,0	4,0	-2,6	-8,7	-11,7	-12,1
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,9	16,0	12,4	9,8	4,7	0,9	-1,2
Oltre 5 anni	54,4	10,8	8,8	6,8	5,3	3,8	3,6
Famiglie²⁾	45,9	2,8	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,5
Credito al consumo ³⁾	12,8	3,1	1,2	-0,4	-1,0	-1,3	-1,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,5	2,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,2	0,3
Altri prestiti	15,7	2,2	1,7	1,5	1,4	1,6	2,5
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	-6,7	-6,2	-2,9	-5,4	-11,9	-13,4
Altri intermediari finanziari non monetari	9,4	14,3	7,9	1,3	-0,0	-1,4	0,3

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato riflette andamenti eterogenei nei vari settori, con un aumento del tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie che ha più che compensato l'ulteriore calo del tasso di incremento dei prestiti alle società non finanziarie (cfr. tavola 2). Sebbene il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie abbia continuato a diminuire (portandosi al -1,9 per cento in novembre dal -1,2 di ottobre), il deflusso di novembre è stato pari alla metà di quello di ottobre. Tale flusso negativo ha continuato a essere riconducibile principalmente ai sostanziali deflussi registrati per i prestiti con scadenza fino a un anno (con un deflusso leggermente inferiore per i prestiti con scadenza compresa tra uno e cinque anni), rispecchiando la riduzione del fabbisogno di finanziare il capitale circolante a breve termine. Per contro, i flussi di prestiti con scadenza oltre cinque anni sono rimasti positivi e hanno persino evidenziato un ulteriore lieve aumento in novembre. Tale combinazione di modesti andamenti dei prestiti a breve termine e perduranti flussi positivi per i prestiti con le scadenze più lunghe potrebbe, in parte, riflettere uno spostamento delle aziende verso prestiti a lungo termine al fine di bloccare il costo dei finanziamenti al basso livello dei tassi di interesse a lungo termine. In aggiunta, il calo dei differenziali fra i tassi di mercato e quelli applicati ai prestiti bancari ha reso più attraente per le aziende, in particolare quelle più grandi, il finanziamento mediante ricorso al mercato.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è divenuto positivo in novembre (collocandosi allo 0,5 per cento, in rialzo dal -0,1 per cento di ottobre) dopo quattro mesi di valori negativi. Tale aumento ha rispecchiato sia l'afflusso di novembre, che ha proseguito la serie di flussi mensili positivi osservata dal maggio 2009, sia il fatto che l'ampio flusso negativo registrato nel novembre 2008 a causa della vigorosa attività di cartolarizzazione non rientra più nel calcolo del tasso di crescita sui dodici mesi. Gli andamenti del tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie sono nuovamente stati sospinti dal tasso di crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, salito allo 0,3 per cento in novembre dal -0,2 di ottobre, benché il tasso di espansione sui dodici mesi delle altre tipologie di prestiti sia anch'esso aumentato considerevolmente in novembre. Sebbene la ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie sembri essere signi-

ficativamente più debole se si tiene conto della distorsione introdotta dalla precedente attività di cartolarizzazione, i dati più recenti suffragano la tesi secondo cui la dinamica ribassista dei prestiti alle famiglie si sia assestata negli ultimi mesi.

Nel complesso, il profilo degli andamenti settoriali dei prestiti resta coerente con le regolarità rispetto al ciclo economico: la crescita dei prestiti alle famiglie tende a migliorare all'inizio del ciclo economico, mentre quella dei prestiti alle società non finanziarie in genere reagisce con ritardo ai miglioramenti dell'attività economica¹⁾. Pertanto, l'indebitamento societario rimarrà probabilmente moderato per qualche tempo, in particolare in un contesto che resta caratterizzato da considerevole incertezza circa le prospettive economiche future.

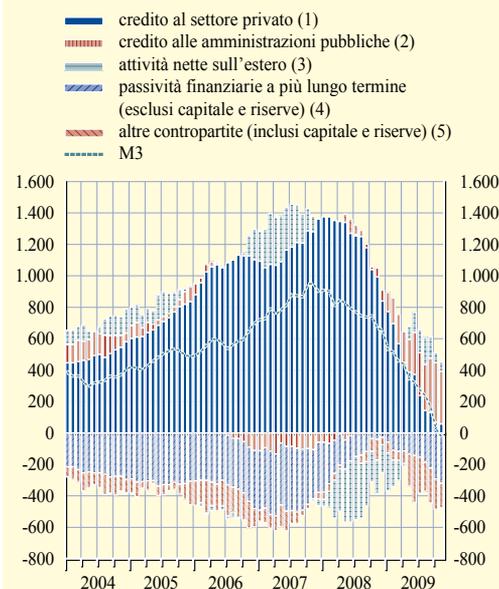
Per quanto riguarda le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, è ulteriormente aumentato in novembre, raggiungendo il 6,9 per cento dal 6,3 di ottobre, proseguendo pertanto la tendenza positiva osservata sin dall'inizio del 2009. Quest'ulteriore aumento ha rispecchiato afflussi mensili sia per i depositi a più lungo termine con durata prestabilita oltre i due anni (che hanno attratto almeno parte dei fondi defluiti dai depositi a termine a breve scadenza) sia per i titoli di debito delle IFM a più lungo termine con scadenza superiore ai due anni, per via della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. Gli enti creditizi hanno continuato ad attrarre finanziamenti a più lungo termine, soprattutto sotto forma di depositi a lungo termine delle famiglie. Il tasso di crescita sui dodici mesi di capitale e riserve è diminuito ulteriormente in novembre, raggiungendo il 6,9 per cento dopo il 7,3 di ottobre.

Infine, gli afflussi nell'anno registrati nella posizione netta sull'estero delle IFM sono stati pari a 58 miliardi di euro in novembre, con un calo dai 62 miliardi di euro di ottobre (cfr. figura 7). Tale flessione ha rispecchiato principalmente un modesto deflusso netto mensile (di 2 miliardi di euro), con le attività e le passività verso l'estero aumentate di importi analoghi.

In sintesi, il fatto che la crescita di M3 e quella dei prestiti al settore privato siano diminuite parallelamente per un protratto periodo di tempo, collocandosi entrambe in territorio negativo in novembre, avvalorava la tesi secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria sottostante sta diminuendo e le pressioni inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti monetari sono modeste. Ciò nondimeno, la crescita complessiva della moneta continua a sottostimare il

Figura 7 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.

1) Cfr. il riquadro 1 *Prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

ritmo dell'espansione monetaria sottostante per via del forte impatto ribassista esercitato dalla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. Malgrado un flusso mensile positivo in novembre, il credito al settore privato è rimasto moderato in una prospettiva di più lungo periodo per via della modesta attività economica e delle incerte prospettive. La riduzione dell'indebitamento delle IFM dell'area dell'euro, dopo essersi arrestata temporaneamente nell'estate del 2009, è successivamente ripresa, sospinta principalmente dal ridimensionamento delle posizioni reciproche delle IFM.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Nel complesso, la crescita sui dodici mesi dell'emissione di titoli di debito mostra segni di stabilizzazione su un livello elevato, con una lieve flessione all'11 per cento in ottobre. Nel corso del 2009 le emissioni di titoli di debito a più lungo termine hanno beneficiato delle favorevoli condizioni di mercato. Nel settore delle società non finanziarie la dinamica dell'emissione di titoli è rimasta sostenuta in ottobre, sospinta soprattutto dall'emissione di titoli di debito a lungo termine. Tale tendenza positiva nel settore societario riflette probabilmente in certa misura la sostituzione del finanziamento bancario con il finanziamento mediante ricorso al mercato, visto il calo più rapido del costo dei titoli emessi sul mercato nel primo trimestre del 2009.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente calato all'11 per cento in ottobre dal 12 del mese precedente (cfr. tavola 3), indicando una stabilizzazione su un livello elevato della crescita dell'emissione di titoli di debito. Ciò è riflesso anche nel tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno dell'emissione dei titoli di debito, che ha registrato una moderata diminuzione nella perdurante forte espansione dei titoli di debito totali emessi negli ultimi mesi (cfr. figura 8). Il dato complessivo, tuttavia, cela alcune differenze tra le scadenze e le tipologie di emittenti, con una preponderanza per l'emissione di titoli di debito a lungo termine per via delle favorevoli condizioni di finanziamento a lungo termine.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2009 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 set.	2009 ott.
Emissione di titoli di debito:	14.183	7,7	10,6	12,0	11,5	12,0	11,0
IFM	5.382	5,7	5,9	5,9	4,1	4,2	3,1
Società finanziarie non monetarie	2.151	23,5	30,8	32,5	28,7	27,1	26,1
Società non finanziarie	793	5,2	7,8	10,3	13,3	15,3	16,2
Amministrazioni pubbliche	5.857	5,6	9,6	12,1	13,4	14,5	13,2
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.493	5,7	9,9	12,3	13,7	14,8	13,4
Altre amministrazioni pubbliche	363	3,0	6,0	9,6	9,5	10,6	10,4
Emissione di azioni quotate:	4.086	0,8	1,2	1,9	2,7	2,8	2,7
IFM	568	4,9	7,2	8,7	9,4	8,4	9,0
Società finanziarie non monetarie	322	2,6	3,1	3,4	3,8	3,6	0,8
Società non finanziarie	3.195	-0,1	0,0	0,7	1,6	1,9	1,9

Fonte: BCE.

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

In termini di scadenze, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito a breve termine è calato al 5,1 per cento in ottobre, dal 15,8 del mese precedente. Nel contempo, la crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è aumentata leggermente, all'11,7 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso variabile e a tasso fisso. Negli ultimi mesi, la tendenza positiva dell'emissione di titoli a lungo termine a tasso fisso è proseguita, con un tasso di crescita sui dodici mesi salito dal 5,4 per cento all'inizio dell'anno al 12,7 per cento in ottobre. Allo stesso tempo, il tasso di crescita dell'emissione di titoli di debito a lungo termine a tasso variabile ha continuato a diminuire, scendendo al 9,6 per cento.

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il ritmo dell'emissione di titoli di debito da parte di società non finanziarie si è mantenuto molto elevato, con un tasso di crescita sui dodici mesi pari al 16,2 per cento in ottobre.

Dall'inizio del 2009 la ripresa delle emissioni nette da parte delle società non finanziarie è stata sospinta dai titoli di debito a lungo termine, in particolare a tasso fisso, la cui crescita ha raggiunto un tasso sui dodici mesi del 25,2 per cento in ottobre. Le emissioni nette di titoli di debito a breve termine, per contro, sono nettamente diminuite, a un tasso sui dodici mesi del 29 per cento in ottobre. Le società dell'area dell'euro stanno attualmente approfittando del significativo calo del costo relativo del finanziamento tramite titoli di debito emessi sul mercato dopo il primo trimestre del 2009 al fine di assicurarsi finanziamenti a lungo termine, giacché al momento i differenziali delle obbligazioni societarie sono al di sotto dei livelli osservati subito prima dell'intensificarsi della crisi finanziaria nel settembre 2008. Nel contempo, la dinamica delle emissioni di titoli di debito potrebbe anche riflettere in parte l'inasprimento dei termini e delle condizioni della concessione dei prestiti bancari.

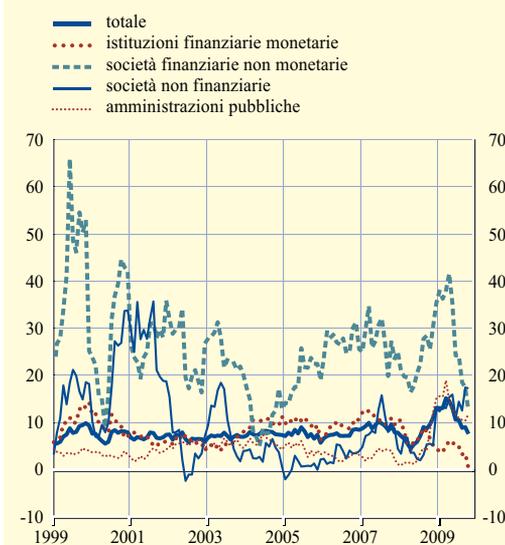
Quanto al settore finanziario, si è registrata un'ulteriore diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM, al 3,1 per cento in ottobre dal 4,2 di settembre. Tale rallentamento è imputabile a un rapido calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi a breve termine, che ha raggiunto il -8,4 per cento in ottobre, mentre la crescita sui dodici mesi dell'emissione di titoli di debito a lungo termine si è stabilizzata attorno al 5 per cento.

Analogamente, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle istituzioni finanziarie non monetarie è diminuito al 26,1 per cento in ottobre a causa di una marcata contrazione dell'emissione di titoli di debito a breve termine. L'attività di emissione delle istituzioni finanziarie non monetarie ha continuato come per altri tipi di emittenti a essere incentrata sulle scadenze a più lungo termine.

Infine, nel settore delle amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è rimasto sostenuto, ma è diminuito rispetto al mese precedente, portandosi al 13,4 per cento in ottobre. Una forte diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine è stata in parte compensata da un aumento del tasso di incremento delle

Figura 8 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

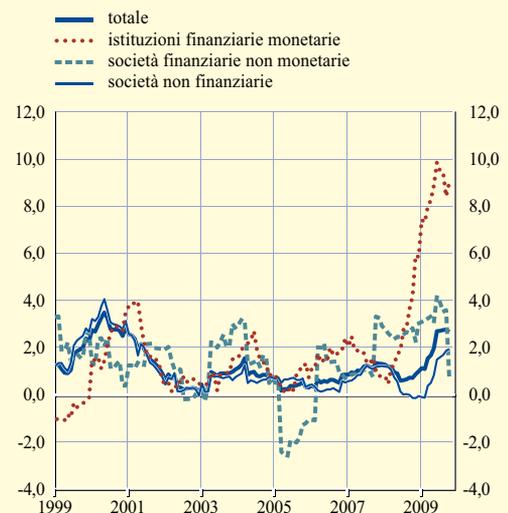
emissioni di titoli a più lungo termine. La sostenuta dinamica delle emissioni di titoli di Stato riflette il perdurante sostanziale fabbisogno di finanziamento del settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti dell'area dell'euro è rimasto invariato al 2,7 per cento in ottobre (cfr. figura 9). Il tasso di variazione delle emissioni di azioni da parte delle IFM si è mantenuto elevato al 9,5 per cento, rispecchiando i perduranti sforzi di molte banche dell'area dell'euro per rafforzare i propri bilanci attraverso la componente patrimoniale. Un'altra caratteristica di rilievo è il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, che ha registrato un ulteriore aumento all'1,9 per cento in ottobre, forse favorito dal miglioramento della fiducia e dagli andamenti positivi dei mercati azionari negli ultimi mesi.

Figura 9 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In dicembre 2009 e gennaio 2010 l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accentuata a seguito del calo moderato dei tassi di interesse a breve termine. L'andamento ha rispecchiato il perdurare di condizioni di liquidità abbondante nell'area dell'euro, in particolare a seguito dell'aggiudicazione, il 16 dicembre, dell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno in programma. Quest'ultima è stata condotta mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo e il tasso è stato fissato al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali condotte nell'arco della durata dell'operazione. L'Eurosistema ha anche continuato a effettuare acquisti definitivi di obbligazioni garantite nell'ambito del programma avviato il 6 luglio 2009.

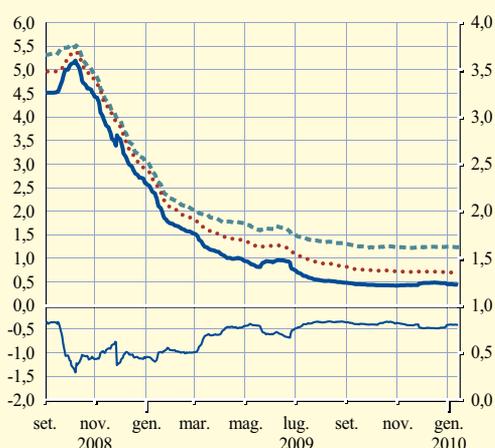
I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono risultati sostanzialmente stabili a dicembre 2009 e agli inizi del gennaio 2010. Il 13 gennaio i tassi Euribor a uno e tre mesi si sono collocati rispettivamente allo 0,44 e allo 0,68 per cento, segnando entrambi un calo di 4 punti base rispetto ai livelli del 2 dicembre, mentre i tassi Euribor a sei e dodici mesi sono rimasti sostanzialmente invariati, rispettivamente allo 0,98 e all'1,24 per cento. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accresciuta e il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è aumentato di 4 punti base rispetto al 2 dicembre, risultando di 80 punti base il 13 gennaio (cfr. figura 10).

Fra il 2 dicembre 2009 e il 13 gennaio 2010, il tasso del mercato monetario sui depositi garantiti ricavato dall'Eonia Swap Index a tre mesi è diminuito più del corrispondente tasso Euribor. Nel periodo considerato il differenziale fra i tassi sui depositi non garantiti e quelli sui depositi garantiti è pertanto aumentato di 3 punti base, passando da 28 a 31 punti base.

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

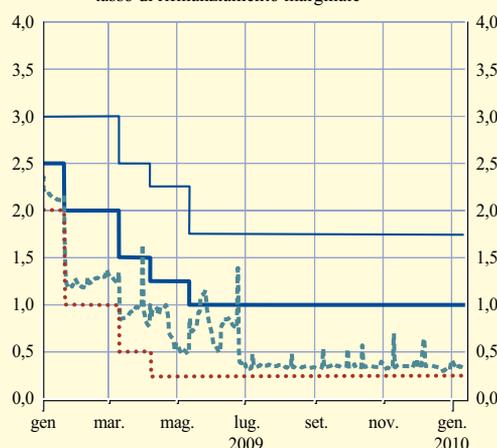


Fonti: BCE e Reuters.

Figura 11 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

I tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2010 sono calati, collocandosi rispettivamente allo 0,700, 0,980, 1,300 e 1,595 per cento il 13 gennaio. Il calo dei tassi impliciti nei contratti con scadenza nella prima metà dell'anno (inferiori di 17 e 19 punti base rispetto ai livelli del 2 dicembre) è stato maggiore di quello che ha riguardato i tassi impliciti nei contratti con scadenza nella seconda metà dell'anno (scesi di 16 e 14 punti base).

L'Eonia è risultato sostanzialmente stabile a dicembre e agli inizi di gennaio. Ad eccezione del 7, 30 e 31 dicembre, esso si è mantenuto su livelli superiori di circa 10 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale (pari allo 0,25 per cento; cfr. figura 11). Il 7 dicembre, ultimo giorno dell'undicesimo periodo di mantenimento dell'anno, l'Eonia è salito allo 0,64 per cento per effetto dell'operazione di regolazione puntuale di assorbimento di liquidità condotta dall'Eurosistema mediante una procedura d'asta a tasso variabile. L'operazione ha assorbito 129,7 miliardi di euro a un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,76 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,74 per cento. L'Eonia è aumentato temporaneamente, allo 0,41 per cento, anche il 30 e 31 dicembre per via degli effetti di fine anno. Il 13 gennaio si collocava allo 0,33 per cento.

Dopo aver continuato a ridursi fino a 651 miliardi di euro nella prima metà di dicembre, il volume delle operazioni di mercato aperto in essere è salito a 776 miliardi di euro alla fine dell'anno, per effetto sia del regolamento il 17 dicembre dell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a un anno in programma, sia dell'operazione di rifinanziamento principale di importo superiore che ha coperto la fine dell'anno. La liquidità fornita in tutte le altre operazioni, in particolare le ORLT, si è ridotta in dicembre riflettendo una diminuzione della domanda delle controparti in vista della ORLT a un anno. Nel complesso, la struttura per scadenze della liquidità

è rimasta invariata e il 13 gennaio le operazioni di rifinanziamento principali rappresentavano circa l'8 per cento della liquidità totale.

Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 1°, 7, 15, 22, 29 dicembre e del 5 gennaio la BCE ha aggiudicato rispettivamente 58,1, 55,8, 52,9, 58,6, 78,6 e 54,0 miliardi di euro. Riguardo alle operazioni a più lungo termine, la BCE ha condotto tre ORLT speciali a dicembre con scadenza a uno, tre e sei mesi, insieme a una ORLT regolare a tre mesi. La BCE ha aggiudicato 2,7 miliardi di euro nella ORLT speciale a un mese il 7 dicembre, nonché 2,9 e 1,7 miliardi di euro rispettivamente nelle ORLT speciali a tre e a sei mesi il 9 dicembre. Il 16 dicembre la BCE ha aggiudicato 2,6 miliardi di euro nella ORLT regolare a tre mesi. Lo stesso giorno sono stati aggiudicati 96,9 miliardi di euro nell'ultima ORLT a un anno in programma a un tasso fissato al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principali condotte nell'arco della durata dell'operazione. Il volume aggiudicato in quest'ultima ORLT a un anno è stato superiore all'importo della seconda operazione di questo tipo (condotta il 30 settembre 2009 per 75,2 miliardi di euro), ma significativamente inferiore a quello della prima (condotta il 24 giugno 2009 per 442,2 miliardi di euro). Alle ORLT a un anno di giugno e settembre era stato applicato il tasso fisso delle operazioni di rifinanziamento principali.

In linea con il maggiore eccesso di liquidità presente nel mercato monetario dell'area dell'euro dopo il regolamento dell'ultima ORLT a un anno, il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è salito a 138,7 miliardi di euro nel periodo compreso fra il 9 dicembre e il 13 gennaio, contro 65,7 miliardi nel periodo di mantenimento precedente, terminato l'8 dicembre.

In dicembre e agli inizi di gennaio l'Eurosistema ha anche continuato a fornire fondi in dollari statunitensi nell'ambito di operazioni a una settimana a fronte di garanzie da esso considerate idonee, nonché fondi in franchi svizzeri tramite operazioni *swap* a una settimana.

È inoltre proseguito il programma di acquisto di obbligazioni garantite iniziato il 6 luglio 2009. Il 13 gennaio il valore totale degli acquisti di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro ammontava a 29,6 miliardi di euro, pari a circa la metà dei 60 miliardi di acquisti in obbligazioni previsti entro la fine di giugno del 2010.

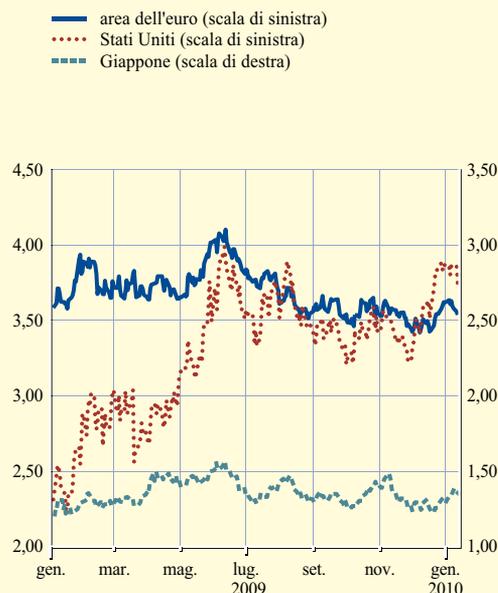
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di novembre del 2009 e gli inizi di gennaio del 2010 i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro si sono lievemente accresciuti, in parte per effetto di alcuni ulteriori miglioramenti delle prospettive macroeconomiche. Un aumento più marcato ha interessato i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi, sui quali hanno probabilmente influito – oltre che la migliorata situazione macroeconomica – anche i timori circa l'impatto potenziale sui rendimenti dell'offerta effettiva in forte crescita di obbligazioni statunitensi. Le aspettative di inflazione per l'area dell'euro derivate dalle obbligazioni indicizzate hanno segnato un lieve aumento, il quale sembrerebbe tuttavia da attribuire principalmente a fattori di domanda non fondamentali che hanno influito sul mercato delle obbligazioni indicizzate nel periodo in rassegna. In dicembre e agli inizi di gennaio i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno continuato a diminuire per tutte le categorie di merito di credito.

Rispetto a fine novembre, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono aumentati di circa 10 punti base, collocandosi al 3,5 per cento il 13 gennaio 2010 (cfr. figura 12).

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

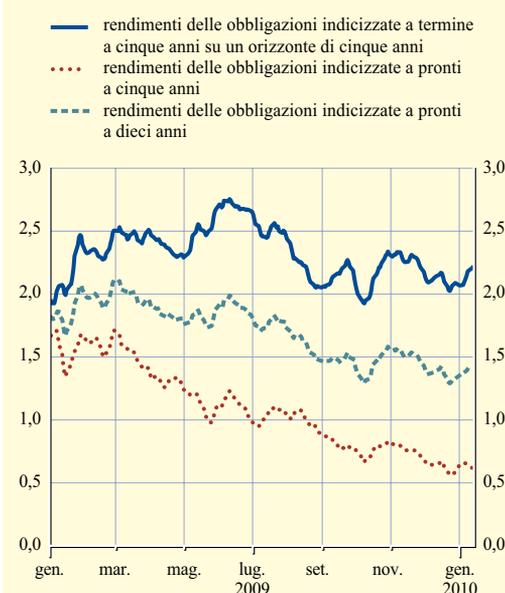
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

Figura 13 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.

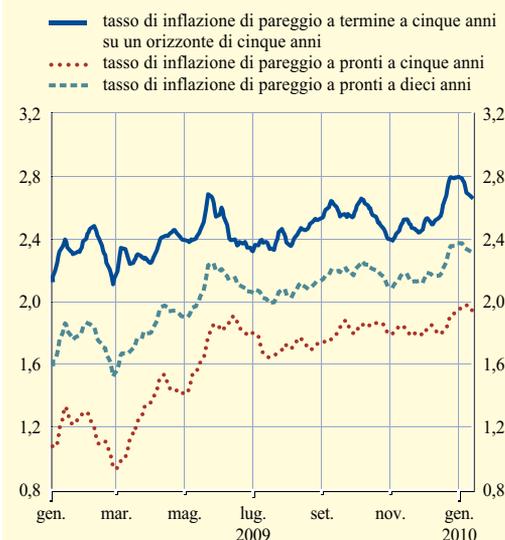
Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli decennali hanno segnato un incremento di circa 60 punti base, situandosi alla stessa data intorno al 3,8 per cento. Di conseguenza, il differenziale dei tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro ha invertito segno collocandosi a 30 punti base. La modesta crescita dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sarebbe principalmente da ricondurre all'ulteriore miglioramento delle prospettive macroeconomiche nel periodo in rassegna. Anche gli incrementi più marcati dei rendimenti dei titoli decennali negli Stati Uniti paiono riflettere il rinnovarsi di notizie macroeconomiche positive, nonché i timori degli investitori circa il potenziale impatto sui rendimenti della forte crescita attesa nell'offerta effettiva di titoli del Tesoro statunitensi da assorbire nel 2010 e successivamente. La volatilità implicita del mercato obbligazionario è aumentata moderatamente nell'area dell'euro, e in misura lievemente più marcata negli Stati Uniti, conseguentemente alle più ampie oscillazioni nei rendimenti statunitensi.

Ad eccezione della Grecia e del Portogallo, nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi sono rimasti sostanzialmente invariati o sono leggermente diminuiti. A dicembre e agli inizi di gennaio, nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro i differenziali dei *credit default swap* (CDS) si sono lievemente ampliati, in parte per effetto dell'abbassamento da parte di diverse agenzie di *rating* del merito di credito del debito sovrano della Grecia.

I rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni indicizzati all'inflazione sono scesi di circa 5 punti base nell'area dell'euro, collocandosi intorno allo 0,6 per cento il 13 gennaio, mentre i rendimenti reali a dieci anni sono rimasti sostanzialmente invariati, all'1,4 per cento (cfr. figura 13). I rendimenti

Figura 14 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro

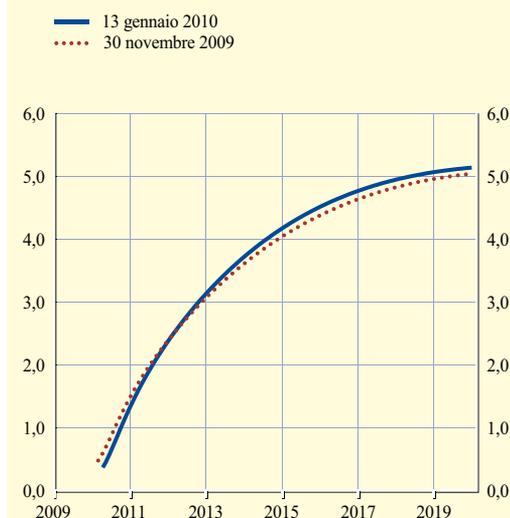
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 15 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.

reali a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale hanno segnato invece un lieve aumento, al 2,2 per cento. Sebbene sia probabile che il miglioramento delle prospettive macroeconomiche nel periodo in esame abbia moderatamente sospinto al rialzo i rendimenti reali, tale andamento pare essere stato compensato da un aumento temporaneo della domanda di obbligazioni indicizzate con elevato merito di credito in gran parte indipendente dalle variazioni delle aspettative sull'inflazione futura.

Le aspettative di inflazione ricavate dalle obbligazioni indicizzate sono lievemente aumentate nell'area dell'euro tra la fine di novembre 2009 e gli inizi di gennaio 2010. Il 13 gennaio i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati all'1,9 e al 2,3 per cento rispettivamente, con un modesto aumento rispetto ai livelli di fine novembre (cfr. figura 14). Il tasso a termine implicito a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 20 punti base per collocarsi al 2,7 per cento. La volatilità e i movimenti al rialzo che hanno caratterizzato più di recente i tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo paiono comunque riflettere soprattutto i menzionati fattori fondamentali, che hanno influito sui mercati delle obbligazioni indicizzate nel periodo in rassegna.

La struttura per scadenza dei tassi di interesse a termine nell'area dell'euro mostra in che modo il comportamento complessivo dei rendimenti a lungo termine dell'area possa essere scomposto in variazioni delle aspettative relative ai tassi di interesse (e ai connessi premi al rischio) su diversi orizzonti (cfr. figura 15). Rispetto a fine novembre la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area dell'euro si è lievemente traslata verso l'alto per le scadenze dal medio al più lungo termine.

Nel mercato delle obbligazioni societarie i differenziali hanno continuato a restringersi per tutte le categorie di *rating* e per le società sia finanziarie che non finanziarie, in particolare agli inizi di gennaio. All'andamento hanno contribuito il miglioramento delle attese sulle prospettive economiche future, la maggiore propensione al rischio degli investitori e la diminuzione dell'incertezza, misurata dalla volatilità implicita del mercato azionario. Nell'area dell'euro i differenziali sulle obbligazioni garantite sono rimasti in generale sostanzialmente stabili durante il periodo in esame.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

Nel complesso gli andamenti registrati a novembre 2009 dai tassi di interesse delle IFM su prestiti e depositi hanno segnalato una loro stabilizzazione su livelli storicamente bassi. Alcuni tassi sui prestiti alle società non finanziarie sono lievemente aumentati nel mese, mentre è proseguito il calo fatto osservare nei mesi precedenti dalla maggior parte dei tassi sui prestiti alle famiglie, mantenutisi comunque prevalentemente su livelli di poco superiori ai minimi del 2005. Nel complesso questi andamenti indicano che le banche dell'area dell'euro hanno continuato a trasmettere la riduzione dei tassi di riferimento operata dalla BCE a partire da ottobre del 2008, sostanzialmente in linea con i profili storici.

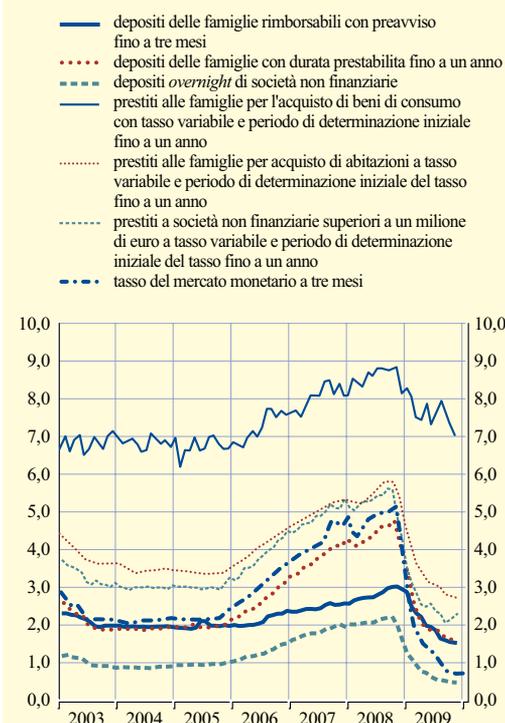
In novembre i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti e sui depositi delle famiglie sono scesi o sono rimasti invariati; i corrispondenti tassi sui prestiti alle società non finanziarie sono invece lievemente aumentati (cfr. figura 16) a fronte di una sostanziale invarianza di quelli sui depositi.

Nel mese in esame, ad esempio, i tassi medi sugli scoperti di conto corrente delle famiglie e quelli a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti rispettivamente di 8 e 6 punti base (al 9,0 e al 2,7 per cento), registrando in entrambi i casi un minimo dal 2003. I tassi a breve termine sui prestiti al consumo, caratterizzati da maggiore volatilità, sono scesi al 7,0 per cento, con un calo di 29 punti base, ma sono rimasti superiori alla media storica dal 2003. Mentre i tassi applicati dalle banche agli scoperti di conto delle società non finanziarie si sono ridotti di ulteriori 6 punti base, portandosi al 4,1 per cento a novembre, i tassi a breve termine sui prestiti di importo elevato concessi a tali società sono aumentati di 9 punti base, al 2,2 per cento, e quelli analoghi sui prestiti di piccola entità sono rimasti sostanzialmente invariati su livelli prossimi ai loro minimi storici (al 3,3 per cento).

Dato il calo di 2 punti base dell'Euribor a novembre, i differenziali tra i tassi di interesse delle IFM a breve termine e il tasso del mercato monetario a tre mesi si sono lievemente ridotti per

Figura 16 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

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



Fonte: BCE.

i prestiti alle famiglie, mentre sono aumentati per quelli alle società non finanziarie (cfr. figura 17). Questi andamenti indicano nel complesso che il processo di trasmissione della riduzione dei tassi di riferimento operata dalla BCE a partire da ottobre del 2008 si approssima al termine.

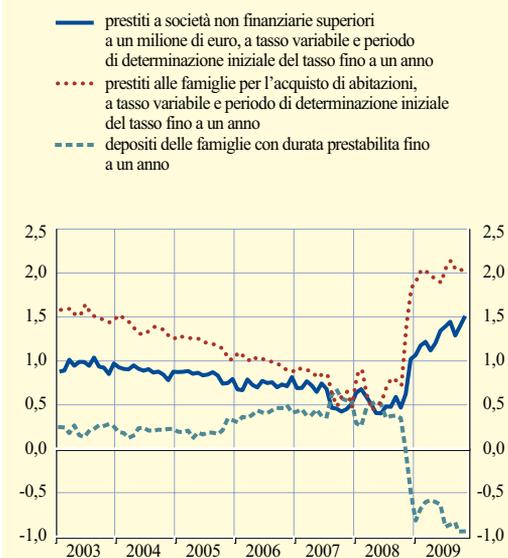
In una prospettiva di più lungo termine, tra settembre del 2008 (ossia immediatamente prima dell'inizio del ciclo di allentamento della politica monetaria) e novembre del 2009, i tassi di interesse a breve termine sia sui mutui alle famiglie per l'acquisto di un'abitazione sia sui prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti di circa 300-340 punti base, a fronte di un calo di 430 punti base dell'Euribor a tre mesi, il che indica un notevole grado di trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi attivi delle banche. Nello stesso periodo i tassi di interesse sugli scoperti di conto e quelli a breve termine sui prestiti al consumo, tipicamente meno reattivi, hanno subito aggiustamenti molto minori.

Tenuto conto delle preoccupazioni riguardo ai bilanci dei prenditori e dell'incertezza relativa ai loro redditi e alla loro capacità di servizio del debito, tutti fattori che innalzano i premi per il rischio di credito, le riduzioni dei tassi ufficiali di riferimento si sarebbero trasmesse ai tassi su prestiti e depositi al dettaglio con un grado di inerzia sostanzialmente analogo a quello osservato in passato.

Riguardo ai prestiti delle IFM con un periodo di determinazione più lungo, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni sono rimasti invariati in novembre, al 4,5 per cento (cfr. figura 18). Per quanto concerne i prestiti alle società non finanziarie, in novembre i tassi medi sui prestiti di piccola entità con un periodo di determinazione del tasso superiore a cinque anni si sono ulteriormente ridotti, di 8 punti base al 4,1 per cento, mentre quelli sui prestiti di importo elevato con periodo di determinazione analogo sono aumentati di 15 punti base (al 3,80 per cento), dopo aver raggiunto in ottobre il livello minimo dal 2003.

Figura 17 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

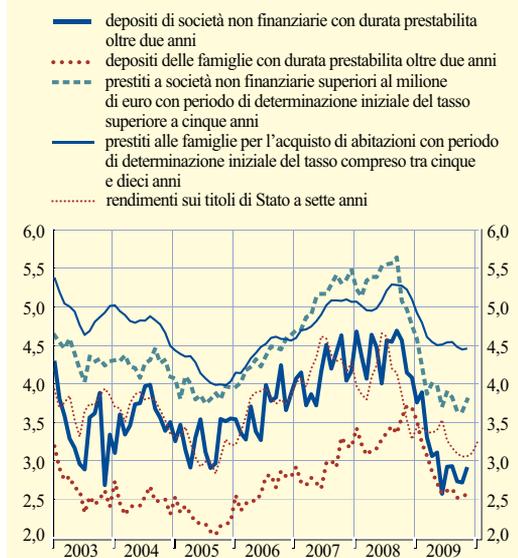
(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



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

Figura 18 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

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



Fonte: BCE.

In un'ottica di più lungo periodo, fra settembre del 2008 e novembre del 2009 l'aggiustamento da parte delle banche dell'area dell'euro dei tassi applicati ai prestiti a lungo termine alle società non finanziarie è risultato pressoché in linea con il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Nello stesso periodo, per contro, i tassi a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni non sono diminuiti nella stessa misura, riflettendo molto probabilmente un processo di trasmissione incompleto e più lento, in assenza di fonti alternative di finanziamento per le famiglie, nonché i timori relativi al rischio di credito e al valore delle abitazioni offerte come garanzia.

La redditività delle banche dell'area dell'euro dipende, tra l'altro, dal margine di interesse fra prestiti e depositi sia sulle consistenze in essere sia sulle nuove operazioni. Mentre per le consistenze tale margine è rimasto sostanzialmente invariato tra ottobre e novembre del 2009, per le nuove operazioni esso è aumentato di 22 punti base (al 2,2 per cento), mantenendosi tuttavia al di sotto della media dal 2003.

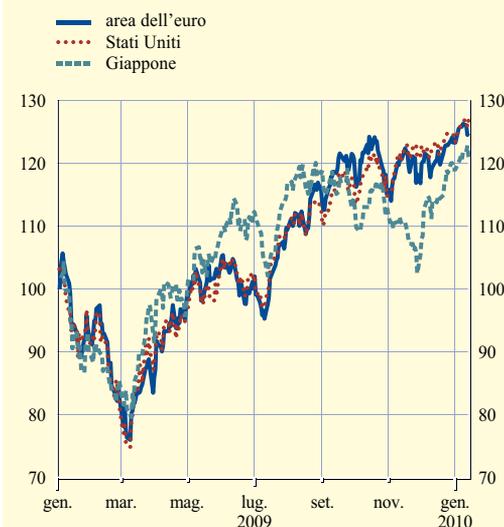
2.6 MERCATI AZIONARI

A dicembre del 2009 e agli inizi di gennaio del 2010 è proseguito il rialzo dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti; al tempo stesso, la volatilità implicita dei mercati azionari è diminuita notevolmente su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nel complesso le quotazioni sono state sostenute dalle notizie generalmente positive sull'attività economica diffuse nei principali mercati, dalle revisioni al rialzo degli utili attesi nel periodo in esame e da un ulteriore rafforzamento della propensione al rischio all'inizio del 2010. Nell'area dell'euro, la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi è ulteriormente migliorata in dicembre, di riflesso a una revisione al rialzo delle aspettative per i settori finanziario e non finanziario.

A dicembre del 2009 e agli inizi di gennaio del 2010, gli indici azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno continuato a mostrare la tendenza al rialzo configuratasi da marzo del 2009. Agli inizi del periodo in esame, i corsi dei titoli non finanziari hanno mostrato una performance lievemente migliore rispetto ai titoli finanziari, che in precedenza avevano trainato la ripresa del mercato. Al volgere del periodo, tuttavia, la spinta al rialzo è divenuta più generalizzata e notevoli incrementi sono stati registrati dai titoli della maggior parte dei settori economici. Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro (misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx) e degli Stati Uniti (misurate dall'indice Standard & Poor's 500) sono aumentate rispettivamente del 6,8 e del 4,6 per cento tra la fine di novembre 2009 e il 13 gennaio 2010 (cfr. figura 19). Un incremento ancora più marcato, pari a circa il 15 per cento, è stato segnato nello stesso periodo dai corsi azionari in Giappone (misurati dall'indice Nikkei 225), a seguito del significativo calo nei mesi precedenti. L'incertezza relativa alla dinamica a breve termine dei

Figura 19 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° gennaio 2010 = 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.

mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita ulteriormente e agli inizi di gennaio del 2010 si è collocata al di sotto dei livelli minimi osservati nel corso del 2009 (cfr. figura 20).

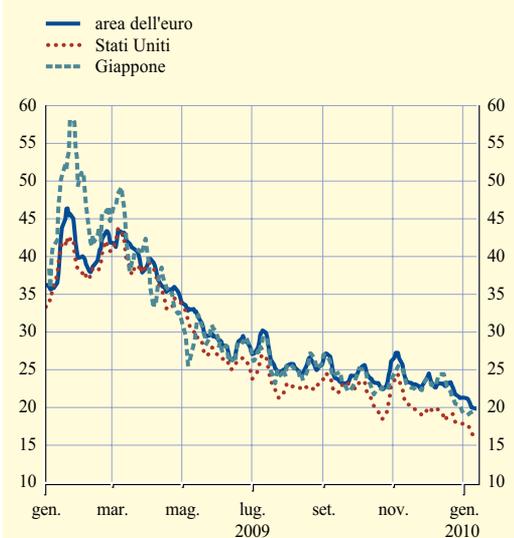
Per le società quotate dell'area dell'euro, la crescita degli utili effettivi è rimasta debole in dicembre. Gli utili effettivi per azione relativi alle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono diminuiti del 36 per cento, con un lieve miglioramento rispetto al mese precedente. Un miglioramento più marcato ha interessato la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi, portatasi al 30 per cento dal 22 per cento di novembre. Tale evoluzione positiva si è mostrata sostenuta fin dall'inizio del terzo trimestre del 2009.

I forti rialzi azionari nell'area dell'euro nel periodo considerato sono ascrivibili al flusso continuo di dati macroeconomici migliori del previsto, che hanno spinto alcuni operatori di mercato a rivedere nuovamente al rialzo le prospettive di crescita delle principali economie. Inoltre, al volgere dell'anno la propensione al rischio degli investitori istituzionali si è ulteriormente rafforzata, come mostra l'incremento generalizzato di titoli rischiosi, compresi materie prime e titoli di debito emessi da società con *rating* inferiore.

In una prospettiva leggermente a più lungo termine, l'aumento alquanto repentino e generalizzato delle quotazioni delle attività rischiose da marzo del 2009 finora pare tradurre soprattutto una correzione delle forti flessioni segnate in precedenza. In questa fase tuttavia un marcato apprezzamento dei corsi potrebbe aumentare il rischio di brusche correzioni di mercato future.

Figura 20 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.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe cresciuta ulteriormente, collocandosi allo 0,9 per cento, dallo 0,5 in novembre. Il tasso di crescita dell'inflazione di dicembre è stato in linea con le aspettative e ha rispecchiato prevalentemente le dinamiche osservate un anno fa nelle quotazioni internazionali dei beni energetici. Gli andamenti a breve termine dell'inflazione continuano a risentire fortemente degli effetti base al rialzo connessi alle passate variazioni nei prezzi dei beni alimentari ed energetici. Allo stesso tempo, i fondamentali dell'economia, quali la modesta domanda e la minore crescita del costo del lavoro, si prevede peseranno sulla dinamica dell'inflazione. Nel complesso, ci si attende che l'inflazione si mantenga su livelli prossimi all'1 per cento agli inizi del 2010 e rimanga moderata nel medio termine per effetto della lenta ripresa della domanda all'interno e all'esterno dell'area dell'euro, tale da sostenere il potere d'acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. È importante sottolineare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. I rischi per le prospettive di inflazione permangono sostanzialmente bilanciati.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, fra novembre e dicembre il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC sarebbe salito dallo 0,5 allo 0,9 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene i dati disaggregati di tale stima non siano stati ancora diffusi, è emerso che il tasso di dicembre ha risentito di un consistente effetto base al rialzo esercitato dalla componente energetica, derivante dal calo delle quotazioni mondiali del greggio dell'anno precedente.

A livello settoriale, la dinamica della componente energetica è notevolmente aumentata da -8,5 per cento in ottobre a -2,4 in novembre, ultimo mese per cui sono disponibili dati disaggregati. Tale andamento è stato in parte determinato da un forte effetto base al rialzo connesso alle variazioni dello scorso anno dei corsi petroliferi. Inoltre, i prezzi dei beni energetici sono aumentati

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2009 lug.	2009 ago.	2009 set.	2009 ott.	2009 nov.	2009 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	3,3	.	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,9
Beni energetici	10,3	.	-14,4	-10,2	-11,0	-8,5	-2,4	.
Alimentari non trasformati	3,5	.	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentari trasformati	6,1	.	0,8	0,6	0,5	0,3	0,5	.
Beni industriali non energetici	0,8	.	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2	.
Servizi	2,6	.	1,9	1,8	1,8	1,8	1,6	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	6,1	.	-8,4	-7,5	-7,6	-6,6	-4,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	65,9	44,6	46,5	51,1	46,9	49,8	52,1	51,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	2,1	-18,6	-22,9	-16,4	-17,0	-7,3	-0,9	18,4

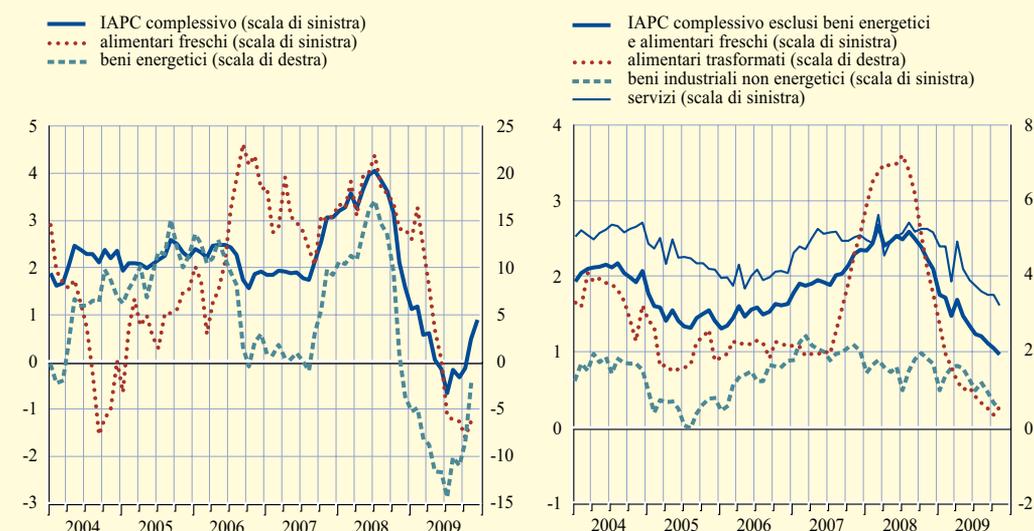
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

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 dicembre 2009 si riferisce alla stima preliminare dell'Eurostat.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

in novembre in termini congiunturali, principalmente per effetto dei rincari dei carburanti e dei lubrificanti per trasporto di persone.

In novembre la crescita sui 12 mesi dei prezzi degli alimentari freschi è salita a -1,3 per cento, da -1,6 in ottobre. Tale dinamica ha in larga misura riflesso un effetto base connesso all'andamento dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, solitamente variabile poiché influenzato dalle condizioni meteorologiche. Allo stesso tempo, l'andamento dei corsi degli alimentari freschi nei mesi recenti ha fortemente risentito del rallentamento del tasso di crescita annuale dei prezzi della carne. Il riassorbimento dello shock sui prezzi delle materie prime alimentari dello scorso anno ha ridotto negli ultimi mesi anche la variazione annuale dei prezzi degli alimentari trasformati. A novembre, tuttavia, tale variazione è aumentata lievemente allo 0,5 per cento, mostrando segnali di stabilizzazione. Nondimeno, la forte concorrenza nella distribuzione al dettaglio dei beni alimentari e la domanda debole stanno ancora esercitando pressioni al ribasso sui prezzi degli alimentari trasformati.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che rappresentano circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è scesa in novembre di 0,2 punti percentuali, all'1,0 per cento. Tale flessione ha rispecchiato una lieve riduzione del tasso di crescita annuale dei prezzi dei beni industriali non energetici e un ulteriore calo dell'inflazione nel settore dei servizi.

Fra ottobre e novembre la dinamica tendenziale dei prezzi dei beni industriali non energetici è rallentata ulteriormente, dallo 0,3 allo 0,2 per cento. È quindi proseguito l'andamento flettente di tale componente osservato lo scorso anno, determinato principalmente dalla dinamica dei prezzi dei beni durevoli (in particolare delle autovetture) e in misura minore da quella dei beni semidurevoli, che rispecchia soprattutto l'evoluzione dei prezzi di vestiario e calzature.

In novembre l'inflazione nel settore dei servizi è scesa all'1,6 per cento, dall'1,8 in ottobre, toccando il minimo dal novembre 2000. La tendenza flettente osservata nel 2009 in questa componente è

riconducibile principalmente all'aggiustamento al ribasso dei prezzi di voci connesse ai viaggi di piacere, che hanno risentito del contesto economico debole e del calo della domanda.

Secondo l'indagine della Commissione Europea svolta presso i consumatori, le percezioni e le aspettative sull'inflazione dell'area dell'euro sono aumentate nuovamente in dicembre, indicando un'ulteriore stabilizzazione delle percezioni relative all'inflazione. Questa tendenza si protrarrà probabilmente nei prossimi mesi.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

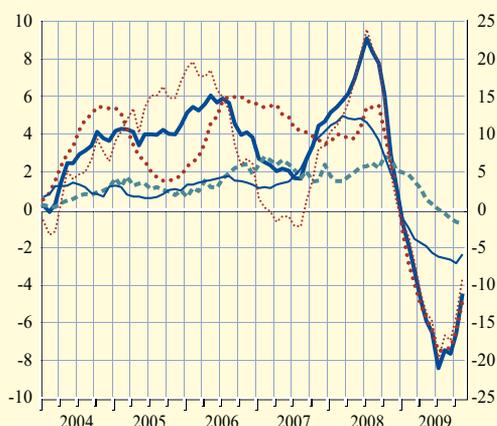
In novembre il tasso di crescita annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salito a -4,4 per cento, da -6,6 in ottobre. Sebbene tale moderazione sia stata generalizzata, essa è stata sospinta dalle componenti dei beni energetici e intermedi. La dinamica della componente energetica è cresciuta in novembre a -8,7 per cento, da -14,2 nel mese precedente, principalmente a causa di effetti base positivi. Analogamente, il tasso di crescita tendenziale dei prezzi dei beni intermedi è cresciuto tra ottobre e novembre, da -6,4 a -5,0 per cento, prevalentemente in seguito a effetti base.

Agli ultimi stadi della catena produttiva, in novembre la dinamica dei prezzi dei beni di investimento è rimasta stabile, mentre quella dei beni di consumo, che segue sostanzialmente la componente alimentare, è cresciuta. I tassi di crescita annuali delle due componenti, tuttavia, sono ancora negativi. In prospettiva, è probabile che gli incrementi osservati negli ultimi mesi nei prezzi dei beni energetici e intermedi siano trasmessi ai corsi dei beni di investimento e di consumo. Il ritmo e l'intensità di tale trasmissione sono tuttavia incerti.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

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



Fonte: Markit.

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

I dati recenti desunti dalle indagini sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese negli ultimi mesi indicano che le pressioni al ribasso si stanno allentando (cfr. figura 23). Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in dicembre l'indice dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero e quello per il settore dei servizi sono aumentati ulteriormente. I valori si sono collocati al di sopra del livello soglia di 50 per entrambi i settori, indicando un aumento dei prezzi degli *input*, probabilmente connesso ai rincari delle materie prime. Gli indici dei prezzi praticati nei settori manifatturiero e dei servizi sono anch'essi aumentati, rimanendo però al di sotto del livello soglia di 50. Tali andamenti indicano che, nonostante i ribassi tuttora praticati dalle imprese per stimolare la vendita di beni e servizi a fronte della debole domanda sottostante, le pressioni per un ulteriore rallentamento dei prezzi si stanno attenuando.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori che si sono resi disponibili dalla pubblicazione del precedente numero di questo Bollettino suggeriscono un rallentamento della crescita del costo del lavoro. Nel complesso, il calo nel terzo trimestre del 2009 ha rispecchiato sia il rallentamento delle retribuzioni orarie sia la riduzione delle ore lavorate. L'andamento di queste componenti ha determinato alcune differenze nelle dinamiche tendenziali delle retribuzioni contrattuali, dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro (cfr. figura 24 e tavola 5).

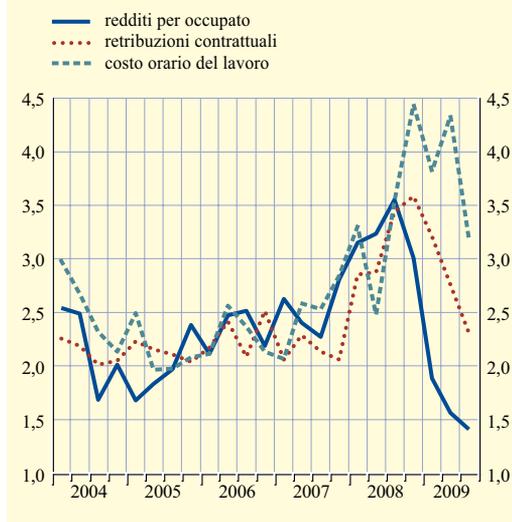
La dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è scesa al 2,3 per cento nel terzo trimestre del 2009, dal 2,8 del precedente. È probabile che questa marcata flessione abbia rispecchiato il brusco rallentamento dell'attività economica, il protratto incremento della disoccupazione ed il calo accentuato dell'inflazione. Poiché le retribuzioni contrattuali colgono gli aumenti salariali attraverso i contratti collettivi, tendono a rispondere in ritardo alle variazioni delle condizioni economiche. Le informazioni disponibili segnalano che la dinamica tendenziale delle retribuzioni contrattuali potrebbe essere ulteriormente rallentata nel quarto trimestre del 2009.

Fra il secondo e il terzo trimestre del 2009 il tasso di variazione dei redditi per occupato ha registrato un'ulteriore decelerazione, dall'1,6 all'1,4 per cento. La progressiva attenuazione della dinamica di questo indicatore ha rispecchiato il rallentamento delle retribuzioni orarie, il calo delle ore di lavoro e la diminuzione degli elementi flessibili di remunerazione. La scomposizione settoriale indica che la decelerazione è stata determinata principalmente dalla componente dei servizi di mercato (cfr. figura 25).

In linea con il recente rallentamento della crescita delle retribuzioni contrattuali e dei redditi per occupato, nel terzo trimestre del 2009 anche il costo orario del lavoro è diminuito al 3,2 per cento, dal 4,3 del trimestre precedente. Il tasso di variazione di questo indicatore è, tuttavia, ancora elevato in confronto agli altri indicatori del

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2007	2008	2008 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	3,5	4,4	3,8	4,3	3,2
Redditi per occupato	2,5	3,2	3,6	3,0	1,9	1,6	1,4
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	1,0	-0,1	-0,1	-1,7	-3,8	-3,1	-2,0
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,6	3,3	3,6	4,8	5,9	4,8	3,5

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

costo del lavoro. La persistente e sostenuta crescita del costo orario del lavoro scaturirebbe ancora dagli effetti delle varie misure adottate al fine di ridurre le ore lavorate per addetto in diversi paesi dell'area. Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di tali misure, nel terzo trimestre del 2009 l'incremento sui 12 mesi del costo orario del lavoro, pari al 5,4 per cento, è stato massimo in questo settore.

Nel terzo trimestre dell'anno la crescita annuale della produttività in termini di prodotto per occupato ha registrato un'ulteriore marcata flessione, scendendo del 2,0 per cento rispetto allo stesso trimestre dell'anno scorso. Questa riduzione, tuttavia, è stata più debole della contrazione del 3,1 per cento osservata nel secondo trimestre e ha contribuito quindi ad attenuare la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, scesa al 3,5 per cento. Tale dinamica rimane comunque molto elevata, dato che il suo valore medio dall'inizio dell'unione monetaria è stato pari a circa l'1,8 per cento.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

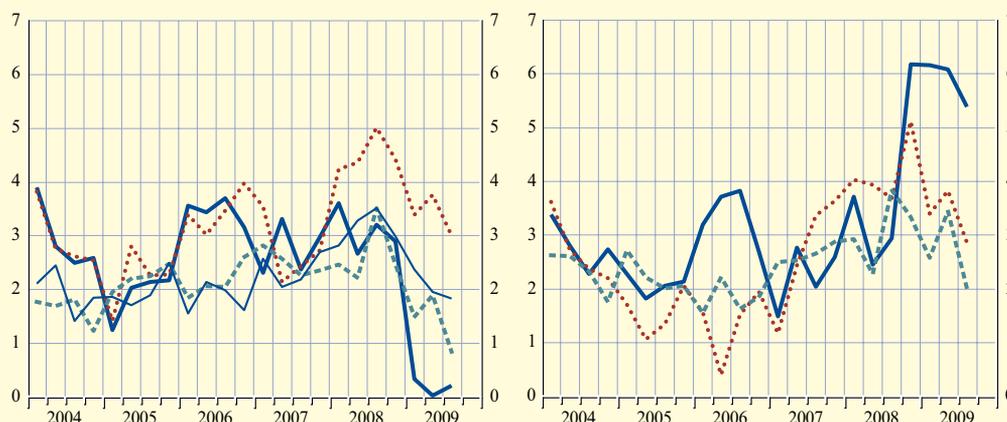
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

Redditi per occupato

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

Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'ANDAMENTO DEI PREZZI

Nel breve termine le prospettive per l'inflazione armonizzata continueranno a essere caratterizzate da effetti base al rialzo connessi a variazioni dei prezzi dei beni alimentari ed energetici (cfr. riquadro 3). Allo stesso tempo, la dinamica dell'inflazione dovrebbe risentire dell'andamento dei fondamentali dell'economia, quali la debole domanda e la minor crescita del costo del lavoro. In prospettiva, nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, ci si attende che l'evoluzione complessiva dei prezzi e dei costi rimanga moderata in un contesto di ristagno della domanda all'interno e all'esterno dell'area dell'euro. È importante sottolineare che le aspettative di inflazione nel medio-lungo periodo rimangono saldamente ancorate, in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per questo scenario rimangono sostanzialmente equilibrati; sono connessi, in particolare, alle prospettive concernenti l'attività economica e gli andamenti dei prezzi delle materie prime. Data la necessità di risanare i conti pubblici nei prossimi anni, l'incremento dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbe inoltre essere superiore alle aspettative correnti.

Riquadro 3

EFFETTI BASE E IMPATTO SULL'INFLAZIONE ARMONIZZATA NEL 2010

La dinamica dell'inflazione misurata sullo IAPC è spesso analizzata in termini di tassi di variazione sul periodo corrispondente, che indicano in che misura l'indice è cambiato in dodici mesi confrontando il valore registrato in un mese con quello osservato nello stesso mese di un anno prima. L'impiego di tale misura statistica fa sì che le oscillazioni dell'inflazione armonizzata risentano notevolmente delle variazioni dell'indice avvenute dodici mesi prima, comunemente note come "effetti base". Di conseguenza, nel valutare la dinamica dell'inflazione armonizzata sul periodo corrispondente è utile scomporla in una componente legata agli effetti base e in quella connessa ai recenti andamenti dell'inflazione sul mese precedente. La componente degli effetti base tende a esercitare una particolare influenza quando la volatilità dell'inflazione nell'anno precedente è stata elevata a causa, ad esempio, di brusche variazioni dei prezzi delle materie prime. Negli ultimi due anni, la maggior parte delle marcate fluttuazioni dell'inflazione armonizzata è riconducibile all'andamento dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari, poiché le ampie oscillazioni dei corsi del petrolio e delle materie prime alimentari nei mercati mondiali si sono trasmesse ai prezzi al consumo. È probabile che gli effetti base relativi a queste due componenti continuino a esercitare un'influenza significativa sull'inflazione complessiva nei mesi a venire, poiché le marcate flessioni dei prezzi dei beni energetici verso la fine del 2008 e la riduzione dei prezzi degli alimentari nel corso del 2009 fuoriescono dal raffronto sui dodici mesi solamente un anno più tardi. Come si osserva nel presente riquadro, i contributi di tali effetti base vanno presi in considerazione nel valutare gli andamenti futuri dell'inflazione misurata sullo IAPC nel corso del 2010.

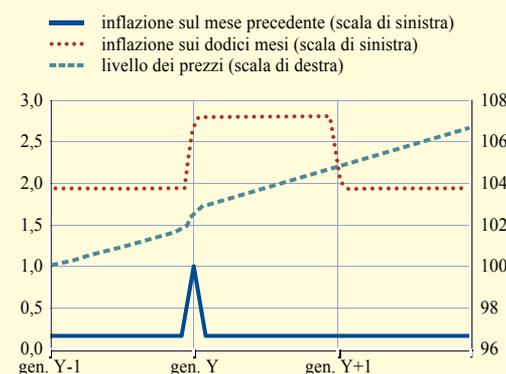
Definizione

Gli effetti base sono una caratteristica ricorrente quando si analizzano le variazioni dei tassi di crescita sui 12 mesi. Essi si presentano quando le variazioni del tasso di crescita sul periodo corrispondente di un indicatore economico dipendono da un andamento anomalo che ha influenzato la dinamica dell'indicatore dodici mesi prima, anziché essere determinate dall'evoluzione rispetto al

mese precedente¹⁾. Per illustrare questa distinzione con un esempio semplice, si ipotizzi che nell'anno Y l'inflazione sul periodo precedente sia pari allo 0,16 per cento ogni mese ad eccezione di gennaio quando, per effetto di un evento *una tantum* (come un incremento dell'aliquota IVA), aumenta all'1,0 per cento (cfr. figura A). Di conseguenza, l'inflazione calcolata sui 12 mesi aumenta dall'1,9 per cento del dicembre Y-1 al 2,8 per cento nel gennaio Y, livello su cui si manterrà per un anno prima di ridiscendere all'1,9 per cento nel gennaio Y+1. Si dice che il calo del tasso di inflazione nel gennaio Y+1 è riconducibile a un effetto base al ribasso dovuto al fatto che l'aumento inconsueto del livello dei prezzi verificatosi un anno prima fuoriesce dal raffronto sul periodo corrispondente.

Figura A L'effetto base: un'immagine esplicativa

(variazioni percentuali e indice: gennaio Y-1 = 100)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Sebbene questo concetto sia intuitivo, non è semplice nella pratica individuare e stimare gli effetti base. La definizione dell'effetto base quale fenomeno determinato da influenze anomale occorse un anno prima implica il calcolo di una deviazione del tasso di variazione sul mese precedente dal suo andamento consueto nel periodo base, senza però che sussista solitamente una particolare modalità per effettuare una distinzione tra effetti tipici e atipici. Ai fini del presente riquadro, l'andamento consueto delle variazioni sul mese precedente dello IAPC è calcolato per ciascun mese sommando un effetto stagionale stimato alla variazione mensile media osservata dal gennaio 1995.

Impatto degli effetti base sul profilo dell'inflazione dell'area dell'euro nel 2010

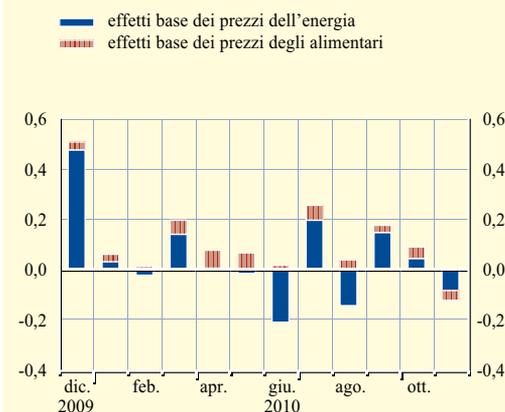
Nel 2010 ci si aspetta che gli effetti base apportino un contributo non trascurabile all'andamento dell'inflazione complessiva, ancorché più contenuto rispetto all'anno precedente. La figura B mostra i contributi attesi degli effetti base per le componenti energetiche e alimentari alle variazioni mensili del tasso di inflazione nei dodici mesi fino al novembre 2010.

Dalla figura si possono evincere alcune caratteristiche di rilievo. Nel complesso, ci si attende che il contributo degli effetti base dei beni energetici e alimentari alle variazioni mensili nell'inflazione sui 12 mesi sia positivo. Secondo le stime, gli effetti base della componente energetica saranno maggiori in termini di variazione mensile dell'inflazione misurata sullo IAPC tra il novembre 2009 e il dicembre 2009 (pari a circa 0,5 punti percentuali). Successivamente, dovrebbero riflettere l'andamento volatile della dinamica dei prezzi dei prodotti energetici osservato nel corso del 2009. Allo stesso tempo, gli effetti base riconducibili ai prezzi degli alimentari (sia freschi che trasformati) fornirebbero ogni mese fino a ottobre 2010 un contributo positivo all'andamento mensile dell'inflazione armonizzata, in ragione della moderata dinamica dei tassi di crescita sul mese precedente dei prezzi degli alimentari trasformati e di quelli della carne nella

1) Tecnicamente, un effetto base può essere definito come il contributo alla variazione del tasso di inflazione sui 12 mesi in un determinato mese che discende da una deviazione del tasso di variazione sul periodo precedente nel mese base (ossia nello stesso mese di un anno prima) dal suo andamento consueto o normale, considerate le oscillazioni stagionali. Cfr. il riquadro *Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino e i riferimenti ivi riportati.

Figura B Contributi degli effetti base derivanti dai prezzi di alimentari ed energia sulle variazioni mensili dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC

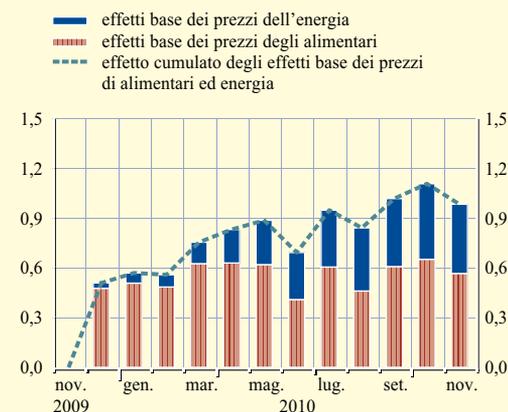
(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura C Effetto cumulato degli effetti base derivanti dai prezzi di alimentari ed energia

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

componente degli alimentari freschi nel corso del 2009, rispecchiando il riassorbimento dello shock mondiale sui prezzi delle materie prime alimentari.

La figura C mostra l'effetto cumulato del contributo degli effetti base alle variazioni dei tassi di crescita dello IAPC nei prossimi dodici mesi, a partire dal novembre 2009. Come risulta dalla figura, gli effetti base complessivi delle componenti energetiche e alimentari, secondo le proiezioni, avrebbero un impatto al rialzo cumulato di circa 1,0 punti percentuali sull'inflazione armonizzata sui 12 mesi dal novembre 2009 al novembre 2010. Mentre l'effetto base inizialmente deriva soprattutto dalle variazioni dei prezzi dei beni energetici, nel tempo aumenta di importanza quello riconducibile ai prezzi dei prodotti alimentari, arrivando quasi a eguagliare quello delle quotazioni dei beni energetici alla fine del periodo.

Nel complesso, è probabile che gli effetti base al rialzo dei prezzi dei beni alimentari ed energetici contribuiscano a delineare nei prossimi mesi le prospettive per l'andamento dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC. L'entità della crescita dell'inflazione è tuttavia incerta e non può essere desunta automaticamente solo dagli effetti base. L'andamento del tasso di incremento sui 12 mesi dello IAPC dipenderà dall'impatto delle variazioni dei fondamentali economici, quali il vigore della domanda di consumi e della crescita del costo del lavoro, nonché dalla futura dinamica dei prezzi delle materie prime e dalle modalità di trasmissione della stessa ai consumatori dell'area dell'euro. Qualora il ritmo della ripresa dell'attività dovesse rimanere moderato nell'area dell'euro e altrove, come attualmente prospettato, i fondamentali economici contribuiranno a mantenere contenuta nel breve termine l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC. L'aumento previsto di quest'ultima nel 2010, da un tasso stimato sui 12 mesi pari allo 0,9 per cento nel dicembre 2009, non andrebbe pertanto interpretato come un aggravamento delle pressioni inflazionistiche di fondo.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, dopo aver registrato una lieve contrazione nel trimestre precedente. I dati più recenti continuano a segnalare un miglioramento dell'attività economica negli ultimi mesi del 2009. L'area ha beneficiato del ciclo delle scorte e della ripresa delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, poiché la domanda interna si mantiene su livelli modesti e diversi fattori di sostegno hanno carattere temporaneo, la previsione è soggetta a incertezza. Analizzando gli ultimi dati pervenuti, è probabile che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 e il processo di recupero risulti discontinuo. L'economia nell'area risentirà probabilmente del processo di aggiustamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area. I rischi per tali prospettive restano sostanzialmente equilibrati.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nel terzo trimestre del 2009 l'attività economica ha ripreso a espandersi, dopo essersi contratta per cinque trimestri consecutivi. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento sul trimestre precedente, nel periodo compreso fra luglio e settembre 2009, dopo un lieve calo nel secondo trimestre. Il tasso di crescita del PIL nel secondo trimestre è stato rivisto lievemente al rialzo, da -0,2 a -0,1 per cento (cfr. figura 26). Le indagini e gli indicatori mensili segnalano che l'attività economica nell'area dell'euro ha continuato a espandersi negli ultimi mesi del 2009.

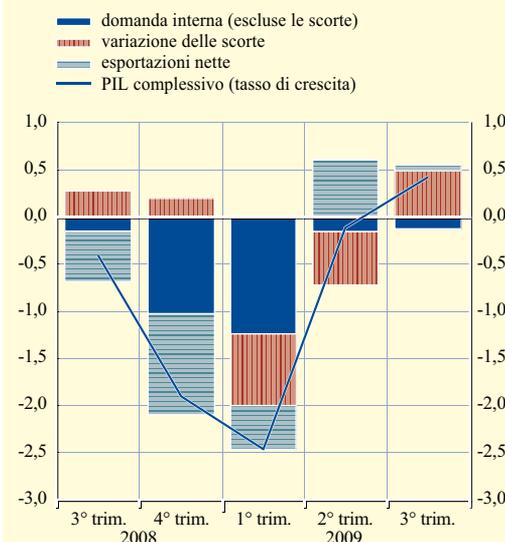
La scomposizione della spesa nel terzo trimestre mostra che la domanda interna (al netto delle scorte) ha fornito un contributo lievemente negativo, mentre le scorte e, in misura minore, le esportazioni nette hanno contribuito positivamente. Il contributo negativo della domanda interna ha rispecchiato la flessione degli investimenti e dei consumi privati, in parte compensata da un incremento dei consumi pubblici.

Nel terzo trimestre del 2009 i consumi privati si sono contratti lievemente, scendendo dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato un modesto incremento nel secondo trimestre. Nel terzo trimestre la spesa delle famiglie è rimasta contenuta, con un calo delle vendite al dettaglio dello 0,5 per cento sul periodo precedente.

Per quanto concerne l'ultimo trimestre del 2009, i dati disponibili sulle vendite al dettaglio insieme a quelli sul clima di fiducia dei consumatori e sulle immatricolazioni di autovetture forniscono un quadro leggermente più contrastante per la spesa delle famiglie. Da un lato, le indagini riguardanti i consumi suggeriscono un graduale miglioramento. Ad esempio, secondo l'indicatore della Commissione europea la fiducia dei con-

Figura 26 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.

sumatori nell'area dell'euro è aumentata in tutti i mesi dell'ultimo trimestre, proseguendo la tendenza al rialzo iniziata nella prima metà dell'anno. Dall'altro lato, le vendite al dettaglio (incluse quelle di carburanti) sono diminuite dell'1,2 per cento in novembre, dopo essere aumentate dello 0,2 nel mese precedente. In termini di media mobile a tre mesi, le vendite al dettaglio sono scese dello 0,9 per cento, più che nel terzo trimestre. Parimenti, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato un incremento dell'1,7 per cento in novembre, a fronte del 3,0 nel terzo trimestre. Questa decelerazione indica chiaramente una riduzione dell'impatto degli incentivi pubblici per l'acquisto di veicoli in alcuni paesi (cfr. figura 27).

Nel complesso, mentre le indagini congiunturali presso le famiglie hanno continuato a indicare un miglioramento della fiducia, i recenti andamenti delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di autovetture, insieme alla debolezza del mercato del lavoro e ai ridotti effetti degli incentivi fiscali per l'acquisto di autovetture, suggeriscono che la spesa per consumi è rimasta contenuta in tutto il quarto trimestre del 2009.

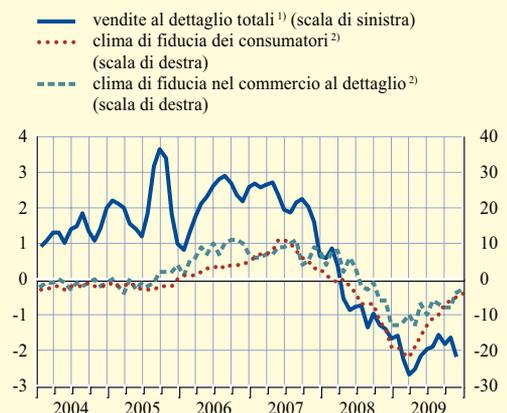
Gli investimenti fissi lordi sono scesi dello 0,8 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2009, dopo aver segnato un calo dell'1,6 per cento nei tre mesi precedenti. Ciò conferma che il ritmo di contrazione degli investimenti sta diminuendo rispetto ai tassi elevati registrati nell'ultimo trimestre del 2008 e nel primo del 2009, quando gli investimenti sono diminuiti rispettivamente del 4,0 e del 5,4 per cento. La scomposizione degli investimenti nel terzo trimestre del 2009 indica che la flessione è stata determinata quasi per intero dagli investimenti in costruzioni, diminuiti dell'1,8 per cento sul periodo precedente, mentre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono calati solo dello 0,1 per cento.

Per quanto riguarda gli indicatori disponibili degli investimenti nell'area dell'euro per il quarto trimestre, sia la produzione nel settore delle costruzioni sia i nuovi ordini industriali sono calati marginalmente in ottobre; tuttavia, il tasso di crescita in termini di media mobile a tre mesi dei nuovi ordinativi è rimasto nettamente elevato rispetto ai parametri storici. La dinamica degli investimenti dovrebbe migliorare ulteriormente nei prossimi trimestri ma rimanere moderata per effetto del basso grado di utilizzo della capacità produttiva, della perdurante debolezza della domanda, dell'elevata incertezza e degli aggiustamenti nei mercati immobiliari in alcuni paesi dell'area.

L'accelerazione del commercio nel terzo trimestre del 2009 è stata più vigorosa di quanto stimato nella pubblicazione preliminare dell'Eurostat. Le esportazioni hanno registrato un incremento del 3,1 per cento sul periodo precedente, a fronte di un calo dell'1,2 nel secondo trimestre, mentre le importazioni sono aumentate del 3,0 per cento, dopo una flessione del 2,8 nel trimestre precedente. Il contributo dell'interscambio commerciale netto al tasso di crescita del PIL rispetto al trimestre precedente, di 0,1 punti percentuali, è rimasto invariato rispetto alla prima stima dell'Eurostat.

Figura 27 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

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

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

Nel terzo trimestre le variazioni delle scorte hanno contribuito per 0,5 punti percentuali all'espansione del PIL, dopo aver fornito un apporto negativo nei primi due trimestri dell'anno. Il contributo positivo sarebbe dovuto alla diminuzione del ritmo di decumulo delle scorte, più che all'inizio di una fase di ricostituzione delle scorte.

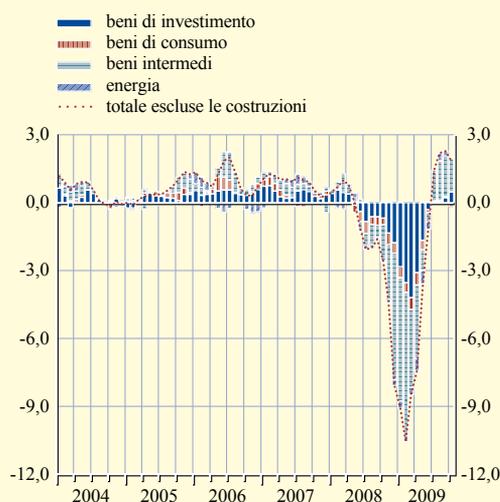
4.2 ANDAMENTO DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che l'incremento dello 0,4 per cento del valore aggiunto in termini reali nel terzo trimestre del 2009 è stato determinato da un forte recupero della produzione industriale, mentre l'attività è rimasta invariata nel settore dei servizi e ha continuato a diminuire in quello delle costruzioni. In particolare, il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) è aumentato sul periodo precedente del 2,3 per cento nel terzo trimestre, dopo essere calato dell'1,5 nel secondo trimestre. Sempre nel terzo trimestre il valore aggiunto nei servizi è rimasto invariato, dopo l'incremento dello 0,2 per cento nel trimestre precedente, mentre nelle costruzioni ha registrato una contrazione dello 0,8, lievemente superiore a quella dello 0,7 osservata nel secondo trimestre.

Per quanto riguarda gli andamenti nel quarto trimestre del 2009, in novembre la produzione industriale è aumentata dell'1,0 per cento sul mese precedente, dopo essere diminuita dello 0,3 in ottobre. Negli ultimi mesi la dinamica della produzione ha mostrato una chiara ripresa; in novembre la produzione ha segnato un incremento del 4,7 per cento rispetto al livello minimo toccato in aprile, e nei due mesi disponibili del quarto trimestre è aumentata in media dello 0,8 per cento rispetto al livello raggiunto nel terzo trimestre (cfr. figura 28).

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

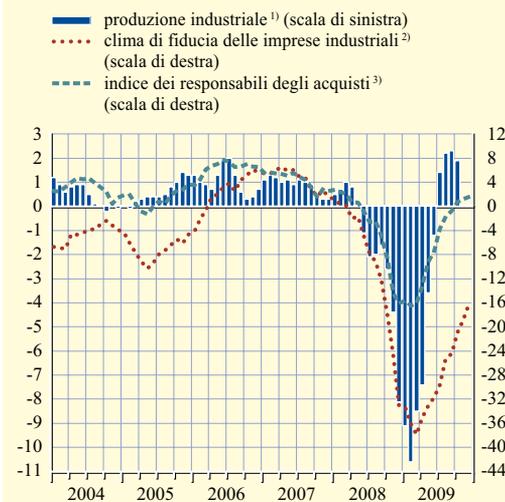
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 29 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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

Le indagini segnalano che l'attività economica è aumentata negli ultimi mesi del 2009 e continua a espandersi (cfr. figura 29). In dicembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è aumentato ancora, a 51,6. Nell'ultimo trimestre l'indice si è collocato al di sopra di 51, da meno di 48 nel terzo trimestre, mantenendosi saldamente nella fase espansiva per la prima volta dal secondo trimestre del 2008. L'indice PMI ha indicato che il ritmo di riduzione delle scorte si sta attenuando nell'area dell'euro. Tale andamento suggerisce che, a parità di tutte le altre condizioni, le scorte dovrebbero fornire un ulteriore contributo positivo all'espansione del PIL nell'ultimo trimestre del 2009. Altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, confermano il miglioramento del clima di fiducia segnalato dal PMI. Anche gli indicatori congiunturali dell'attività nel settore dei servizi sono aumentati, suggerendo il protrarsi dell'espansione nell'ultimo trimestre del 2009.

Le informazioni disponibili sui recenti andamenti economici indicano che, nel complesso, l'attività ha continuato a espandersi nel quarto trimestre del 2009. In particolare, gli indicatori delle indagini hanno continuato a mostrare la tendenza al rialzo iniziata nel secondo trimestre. Le prospettive economiche tuttavia rimangono caratterizzate da incertezza. Il riquadro 4 esamina le tendenze nella percezione dell'incertezza, utilizzando i risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Riquadro 4

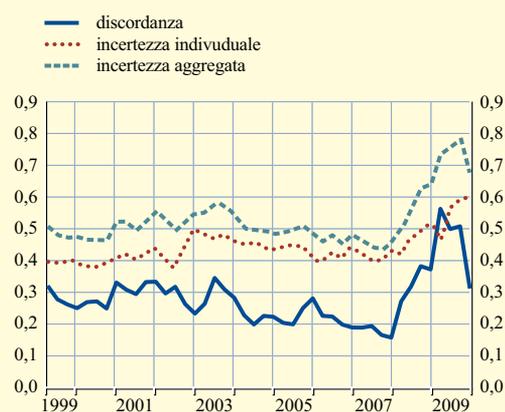
LA MISURAZIONE DELL'INCERTEZZA MACROECONOMICA PERCEPITA

Dal fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 le prospettive macroeconomiche sono state caratterizzate da un'incertezza superiore alla norma. Oltre a rendere più complesso il compito di valutare le prospettive economiche, una maggiore incertezza può avere un impatto sulle decisioni aziendali e sulle scelte di risparmio delle famiglie, incidendo quindi su investimenti e consumi. Non è tuttavia semplice stabilire in che misura l'incertezza sia aumentata e se abbia iniziato a riportarsi su livelli più normali. Per far luce su questa problematica, il presente riquadro considera le informazioni fornite dai partecipanti all'indagine *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE in merito alla percezione del grado di incertezza delle previsioni¹⁾.

L'SPF fornisce varie grandezze per misurare l'incertezza di una previsione, poiché i parteci-

Figura A Diverse misure dell'incertezza circa le previsioni di inflazione a un anno desunte dalla SPF

(punti percentuali)



Fonti: *Survey of Professional Forecasters* (SPF) ed elaborazioni della BCE.

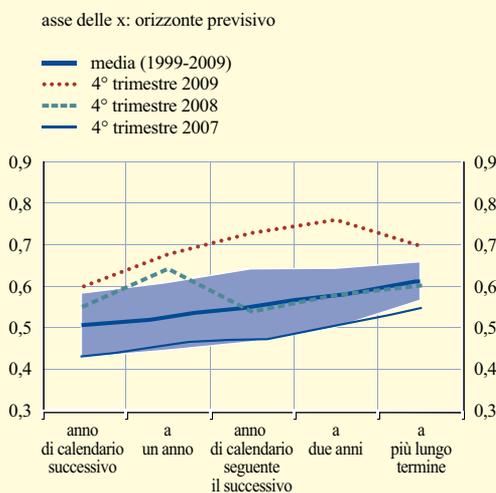
1) Per un parere sull'incertezza insita nelle previsioni in un arco temporale più lungo utilizzando principalmente i dati provenienti da Consensus Economics cfr. il riquadro *L'incertezza e le prospettive economiche per l'area dell'euro* nel numero di agosto 2009 di questo Bollettino. L'analisi del presente riquadro aggiorna tale analisi, considera una serie di misure alternative dell'incertezza di previsione e tratta l'incertezza macroeconomica più in generale, compresa quella percepita che caratterizza le previsioni sia dell'inflazione misurata sullo IAPC sia del tasso di disoccupazione, oltre a quella riguardante le prospettive per l'attività economica (crescita del PIL).

panti all'indagine offrono sia una previsione precisa, o stima puntuale, sia una distribuzione di probabilità attorno a questa. Un primo approccio consiste nel basarsi sulle informazioni fornite dalle singole stime puntuali per considerare la "discordanza" fra i diversi pareri dei partecipanti come un'indicazione dell'incertezza. Si tratta di una misura molto limitata, che ignora le informazioni aggiuntive fornite dai partecipanti all'SPF sulle distribuzioni di probabilità attribuite alle rispettive previsioni. Vi sono due modi per sfruttare queste informazioni supplementari. Uno consiste nel calcolare la deviazione standard media delle singole distribuzioni di probabilità indicate dagli interpellati, nota come "incertezza individuale". Benché questa abbia un contenuto informativo, in media i singoli partecipanti tendono a sottostimare il grado di incertezza insito nelle loro previsioni²⁾. Per una misura più ampia dell'incertezza, si può calcolare l'"incertezza aggregata", che abbina la discordanza fra i diversi pareri dei previsori con l'incertezza individuale³⁾. La figura A illustra l'evoluzione e la relazione tra le diverse misure dell'incertezza insita nelle previsioni di inflazione su un orizzonte di un anno desunte dall'SPF. L'incertezza aggregata è la misura su cui verte il presente riquadro in quanto sembra cogliere un concetto più ampio di incertezza macroeconomica.

Le figure da B a D mostrano l'incertezza aggregata, percepita dai partecipanti all'SPF della BCE su vari orizzonti, relativa all'inflazione misurata sullo IACP, alla crescita del PIL e al tasso di disoccu-

Figura B Incertezza aggregata circa l'inflazione misurata sullo IACP desunta dalla SPF

(punti percentuali)

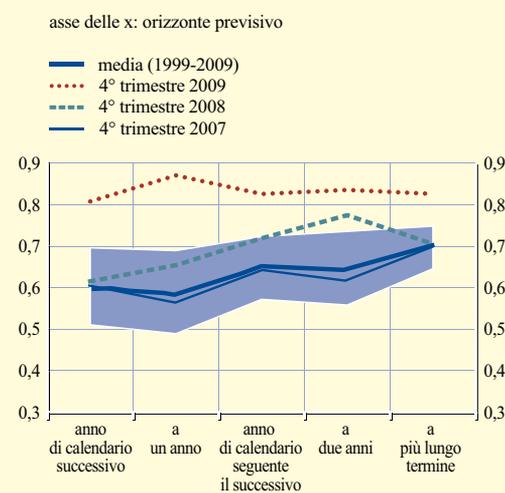


Fonti: *Survey of Professional Forecasters* (SPF) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area ombreggiata in blu delimita lo scostamento dalla media nel periodo 1999-2009 di una deviazione standard in più o in meno.

Figura C Incertezza aggregata circa la crescita del PIL desunta dalla SPF

(punti percentuali)



Fonti: *Survey of Professional Forecasters* (SPF) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area ombreggiata in blu delimita lo scostamento dalla media nel periodo 1999-2009 di una deviazione standard in più o in meno.

2) Cfr., per esempio, Bowles, C., R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen (2007), *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF): A review after eight years' experience*, Occasional Paper della BCE, n. 59, aprile.

3) La "discordanza" è calcolata come deviazione standard delle singole previsioni puntuali. L'"incertezza individuale" corrisponde alla deviazione standard media (o dispersione) di ciascuna singola distribuzione di probabilità. L'"incertezza aggregata" consiste nella deviazione standard della distribuzione aggregata (costruita semplicemente sommando le singole probabilità riportate nell'SPF e dividendo la somma totale per il numero di partecipanti che forniscono distribuzioni di probabilità). È possibile dimostrare che l'incertezza aggregata è una funzione sia della discordanza sia dell'incertezza individuale. Per maggiori dettagli, cfr. Wallis, K. F., "Combining Density and Interval Forecasts: A Modest Proposal", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67 (supplemento 2005), 983-94.

pazione. Le figure riportano l'incertezza media per gli anni 1999-2009: l'area ombreggiata indica un intervallo di più e meno una deviazione standard. Non sorprende che per ciascuna variabile, via via che si chiede ai partecipanti di formulare previsioni più avanti nel tempo, aumenti in genere l'incertezza percepita media⁴⁾. Il massimo livello medio di incertezza, soprattutto sugli orizzonti più lunghi, è registrato per il tasso di disoccupazione. Ciò potrebbe riflettere il carattere "non stazionario" del tasso di disoccupazione (vale a dire che, in presenza di rigidità nei mercati del lavoro, gli shock sul tasso di disoccupazione tendono a persistere). Dall'altro lato, le attese a più lungo termine per la crescita del PIL in termini reali e per l'inflazione riflettono probabilmente i pareri riguardanti il tasso di crescita potenziale dell'economia e la credibilità della politica monetaria.

Le figure da B a D mostrano anche il grado di incertezza percepito dai partecipanti all'SPF per ciascuna variabile nel quarto trimestre del 2009, 2008 e 2007⁵⁾. Per l'inflazione misurata sullo IAPC, l'incertezza aggregata segnalata dai partecipanti all'SPF si collocava su un livello relativamente basso nel quarto trimestre del 2007, per effetto prevalentemente di un basso livello di discordanza tra i previsori. Nel quarto trimestre del 2008 invece, l'incertezza si è innalzata notevolmente, soprattutto per gli orizzonti di breve periodo, riflettendo in particolare un'accresciuta discordanza tra le opinioni dei previsori ma anche un'elevata incertezza individuale. Nell'edizione più recente (quarto trimestre 2009) l'incertezza aggregata è stata considerevolmente superiore ai livelli medi storici. Sebbene diminuita dal massimo registrato nella prima metà del 2009, la discordanza sulle prospettive di inflazione rimane relativamente elevata. L'incertezza individuale media si è collocata su livelli storicamente alti nel quarto trimestre del 2009. Anche per quanto concerne la crescita del PIL l'incertezza aggregata circa le prospettive previste, segnalate dai partecipanti all'SPF, è stata decisamente superiore alle medie storiche nel quarto trimestre del 2009. Tuttavia, benché ancora relativamente elevata, l'incertezza sulle prospettive di crescita è notevolmente diminuita rispetto al massimo registrato nell'edizione del primo trimestre del 2009. L'incertezza segnalata dai partecipanti all'SPF è stata elevata nell'edizione del quarto trimestre del 2009 anche per il tasso di disoccupazione, soprattutto sugli orizzonti di più lungo termine, ma si è collocata su livelli inferiori ai massimi osservati nell'edizione del secondo trimestre 2009.

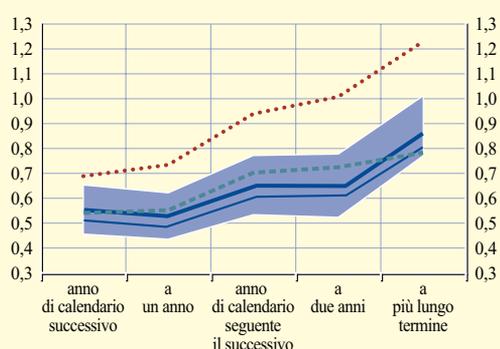
- 4) Ai partecipanti all'SPF si chiedono previsioni per specifici "orizzonti mobili" (uno e due anni in avanti dagli ultimi dati disponibili, al momento in cui l'indagine è condotta, per ciascuna variabile) e "orizzonti in anni solari" (anno solare in corso, quello successivo e quello dopo ancora, solo per il terzo e quarto trimestre), e un orizzonte a più lungo termine (di quattro anni in avanti rispetto al primo e secondo trimestre e di cinque rispetto al terzo e al quarto). L'incertezza percepita concernente le previsioni dell'anno solare in corso non appare nelle figure poiché risente in misura considerevole del momento in cui è svolta l'SPF nonché della quantità di dati di cui dispongono i partecipanti. Ad esempio, nell'edizione dell'SPF del quarto trimestre del 2009, i partecipanti disponevano di dati sull'inflazione armonizzata fino al settembre 2009, mentre nell'edizione del primo trimestre del 2009 disponevano soltanto di dati fino al dicembre 2008.
- 5) Si riportano le edizioni del quarto trimestre poiché l'ultima indagine disponibile è quella del quarto trimestre del 2009 condotta nell'ottobre 2009, nonché per evitare eventuali problemi di stagionalità, soprattutto negli orizzonti in anni solari (cfr. anche la nota 4).

Figura D Incertezza aggregata circa il tasso di disoccupazione desunta dalla SPF

(punti percentuali)

asse delle x: orizzonte previsivo

— media (1999-2009)
 4° trimestre 2009
 - - - - 4° trimestre 2008
 — 4° trimestre 2007



Fonti: *Survey of Professional Forecasters (SPF)* ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'area ombreggiata in blu delimita lo scostamento dalla media nel periodo 1999-2009 di una deviazione standard in più o in meno.

La figura E riporta la media delle misure di incertezza aggregata su un orizzonte temporale di due anni per l'inflazione armonizzata, la crescita del PIL e il tasso di disoccupazione, congiuntamente ad altri possibili indicatori dell'incertezza macroeconomica, come la volatilità implicita dei mercati azionari (per l'indice Dow Jones Euro Stoxx 50), la volatilità implicita dei mercati obbligazionari (per i contratti *future* Eurex Generic 1st "RX") e l'indicatore del clima economico (Economic Sentiment Indicator) della Commissione europea (DG-ECFIN). Si rileva in genere un certo grado di sincronia nell'andamento dei diversi indicatori. Sembra altresì che il grado di incertezza, pur essendo diminuito lievemente nel corso del 2009 dopo aver toccato livelli molto elevati all'inizio dell'anno, sia rimasto considerevole. Per la misura dell'SPF e dell'indicatore del clima economico questo andamento è più marcato. Anche la volatilità implicita dei mercati azionari e obbligazionari, ancorché più vicina alle medie storiche, è rimasta superiore ai livelli osservati negli anni più recenti.

In sintesi, l'incertezza insita nelle previsioni macroeconomiche, segnalata dai partecipanti all'SPF, è notevolmente aumentata dalla seconda metà del 2008. Il picco sembra però essere stato toccato nella prima metà del 2009. Successivamente, l'incertezza percepita nell'ambito dell'SPF si è in parte riassorbita, pur essendo rimasta rilevante fino all'ultimo trimestre del 2009.

MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro hanno continuato a deteriorarsi nei mesi recenti. La seconda stima dell'Eurostat ha confermato un calo dell'occupazione nell'area nel terzo trimestre del 2009 pari allo 0,5 per cento sul periodo precedente. Tale flessione è identica a quella registrata nel secondo trimestre ma è inferiore a quella del primo trimestre (cfr. tavola 6). A livello settoriale, l'industria e le costruzioni si confermano i comparti maggiormente colpiti dal calo dell'occupazione. Se da un lato la flessione dell'1,6 per cento dell'occupazione nell'industria (al netto delle costruzioni) nel terzo trimestre suggerisce un lieve contenimento del tasso di contrazione rispetto al trimestre precedente, l'occupazione nel settore delle costruzioni evidenzia un ulteriore peggioramento nello stesso periodo, dopo alcuni segnali positivi nel secondo trimestre. Per contro, l'occupazione avrebbe mostrato un maggior grado di tenuta nel settore dei servizi, dove nel terzo trimestre la contrazione si è attestata allo 0,1 per cento sul periodo precedente lo stesso tasso registrato nel secondo trimestre (cfr. figura 30).

Il calo dell'occupazione negli ultimi trimestri e la recente ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro hanno fornito un contributo positivo all'andamento della produttività del lavoro. Nel terzo trimestre la produttività aggregata (in termini di prodotto per occupato) è diminuita ancora del 2,0 per cento su base annua, un dato ancora negativo, che rappresenta però un netto miglio-

Figura E Verifica incrociata con alcuni indicatori di incertezza macroeconomica

(punti percentuali)



Fonti: Bloomberg, Commissione europea (DG-ECFIN), *Survey of Professional Forecasters* (SPF) ed elaborazioni della BCE.
Note: l'incertezza a due anni si riferisce alla media aritmetica delle misure di incertezza aggregata per le previsioni a due anni dell'inflazione misurata sullo IAPC, della crescita del PIL e del tasso di disoccupazione. La misura della volatilità implicita del mercato obbligazionario è stata riparametrata verso l'alto moltiplicandola per cinque. L'indicatore del clima di fiducia è stato riportato con segno inverso correggendone la scala.

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

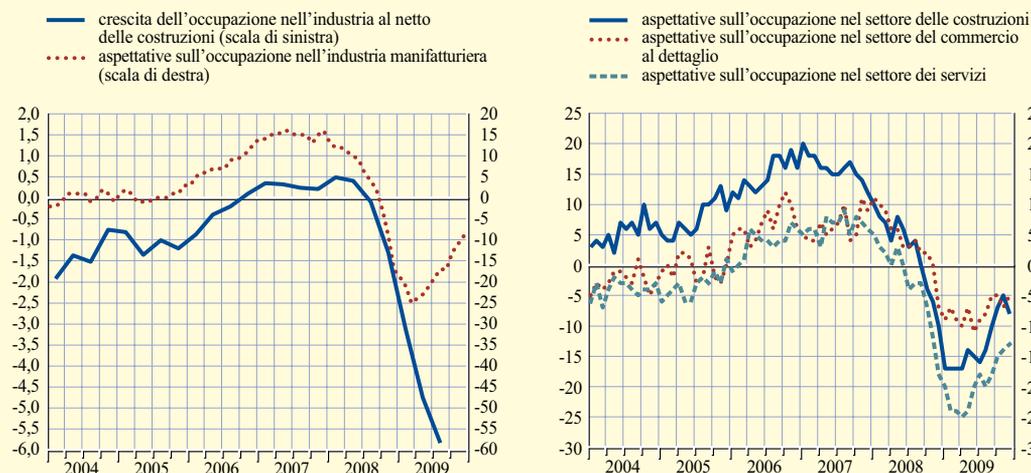
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

ramento rispetto alle contrazioni eccezionali osservate nella prima metà dell'anno (cfr. figura 31). I più recenti indicatori delle indagini congiunturali suggeriscono che la produttività ha continuato ad aumentare anche nel quarto trimestre.

In novembre il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito al 10,0 per cento, dal 9,9 in ottobre, dato che era stato corretto al rialzo di un decimo di punto percentuale rispetto alla prima stima dell'Eurostat. Questo lento incremento della disoccupazione cela dinamiche eterogenee all'interno dell'area, in quanto alcuni paesi hanno sperimentato tassi di disoccupazione molto più elevati di altri (cfr. figura 32). In prospettiva, gli indicatori congiunturali, pur essendo migliorati rispetto ai loro valori minimi, continuano a suggerire una dinamica crescente della disoccupazione nell'area per i mesi a venire, anche se a un ritmo inferiore a quello osservato e atteso all'inizio del 2009.

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

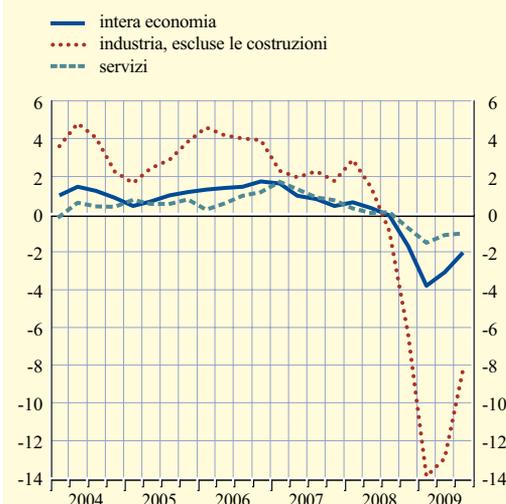


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 31 Produttività del lavoro

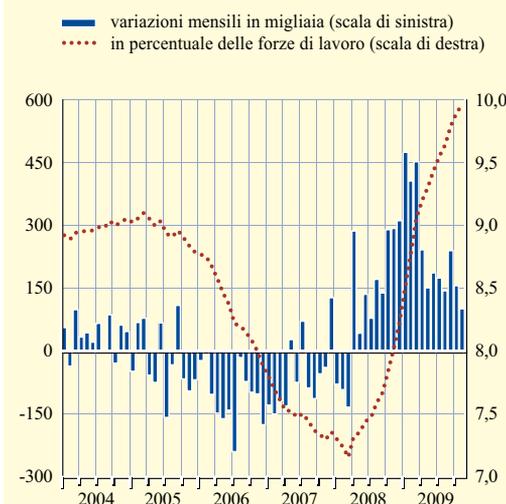
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel terzo trimestre del 2009 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,4 per cento, dopo aver segnato una lieve contrazione nel trimestre precedente. I dati più recenti continuano a segnalare un miglioramento dell'attività economica negli ultimi mesi del 2009, anche se i consumi sarebbero rimasti modesti. L'area ha beneficiato del ciclo delle scorte e della ripresa delle esportazioni, nonché del significativo stimolo macroeconomico in atto e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario.

Tuttavia gli sviluppi futuri restano incerti, in quanto diversi fattori di sostegno hanno carattere temporaneo e la domanda interna dovrebbe rimanere debole. Analizzando gli ultimi dati pervenuti, è probabile che l'economia dell'area cresca a un ritmo moderato nel 2010 e il processo di recupero risulti discontinuo. L'economia dell'area probabilmente risentirà del processo di aggiustamento dei bilanci in atto nei settori finanziario e non finanziario, sia all'interno che all'esterno dell'area. Inoltre, il basso grado di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe frenare gli investimenti ed è probabile che la disoccupazione aumenti ancora lievemente, attenuando la crescita dei consumi.

I rischi per le prospettive dell'attività economica restano sostanzialmente equilibrati. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, gli effetti derivanti dalle vaste misure di stimolo macroeconomico poste in atto e dagli altri interventi di politica economica potrebbero essere più pronunciati di quanto anticipato. Inoltre, il clima di fiducia potrebbe migliorare più rapidamente e la domanda estera potrebbe risultare più vigorosa del previsto. Quanto ai rischi al ribasso, persistono timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, maggiori spinte protezionistiche e un'eventuale correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Il tasso di cambio dell'euro si è lievemente indebolito in termini effettivi nominali negli ultimi tre mesi, collocandosi su livelli prossimi alla media del 2009. Il deprezzamento è stato relativamente generalizzato e si è verificato principalmente in dicembre.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dopo alcune oscillazioni in ottobre e novembre, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – si è indebolito in dicembre. Il 13 gennaio era inferiore dell'1 per cento rispetto a fine settembre e prossimo alla media del 2009. Negli ultimi tre mesi il deprezzamento è stato piuttosto generalizzato e solo lievemente ridotto dall'apprezzamento della moneta unica nei confronti dello yen giapponese (cfr. figura 33). Il riquadro 5 introduce in breve una serie rivista di indici dei tassi di cambio effettivi che tiene conto dei cambiamenti della struttura geografica del commercio dell'area dell'euro.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo aver continuato ad apprezzarsi sul dollaro in ottobre e novembre, in dicembre e agli inizi di gennaio l'euro si è indebolito, nel quadro di un apprezzamento relativamente generalizzato della valuta statunitense nei confronti delle principali divise. L'incertezza dei mercati, misurata dalla volatilità implicita sull'orizzonte a tre mesi, è aumentata in un primo momento, si è moderatamente stabilizzata alla fine del 2009, ed è poi diminuita in gennaio portandosi prossima alla media decennale (cfr. figura 34). Il 13 gennaio l'euro è stato scambiato a 1,46 dollari, un valore sostanzialmente invariato rispetto a quello di fine settembre ma superiore del 4,5 per cento alla media del 2009.

YEN GIAPPONESE/EURO

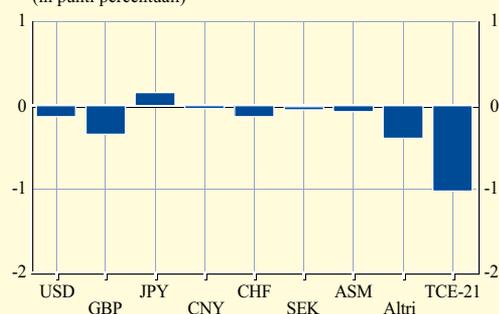
Negli ultimi tre mesi il tasso di cambio dell'euro rispetto allo yen giapponese ha continuato a oscillare entro un intervallo compreso tra 129 e 138 yen per euro (cfr. figura 34). Dopo essere

Figura 33 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TEC-21) e sue componenti¹⁾

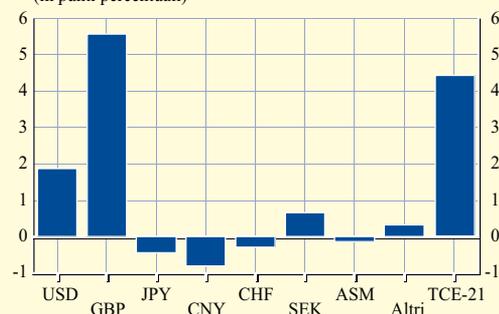
(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale TCE-21²⁾
Dal 30 settembre 2009 al 13 gennaio 2010
(in punti percentuali)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale TCE-21²⁾
Dal 3 gennaio 2005 al 13 gennaio 2010
(in punti percentuali)



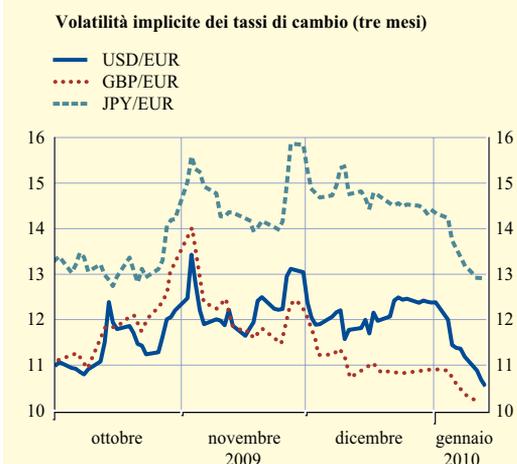
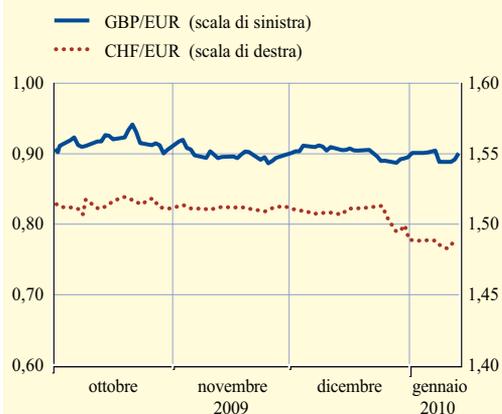
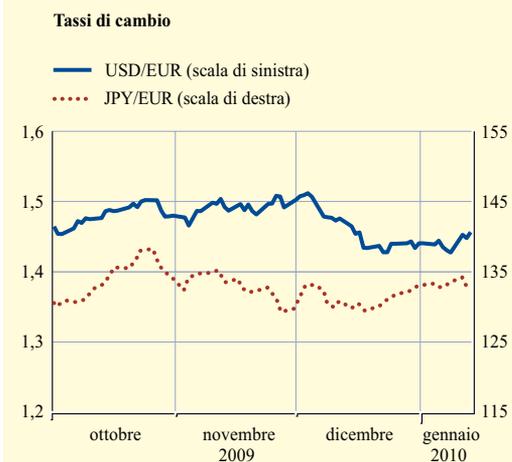
Fonte: BCE.

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 (inclusi 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 nell'indice TCE-21.

**Figura 34 Tassi di cambio
e volatilità implicite**

(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e BCE.

ulteriormente aumentata in ottobre e in novembre, la volatilità implicita del tasso di cambio yen/euro è diminuita, collocandosi su valori prossimi alla media di lungo periodo (cfr. figura 34). Il 13 gennaio l'euro è stato quotato a 133 yen, un livello superiore dell'1,5 per cento a quello di fine settembre e del 2,1 per cento alla media del 2009.

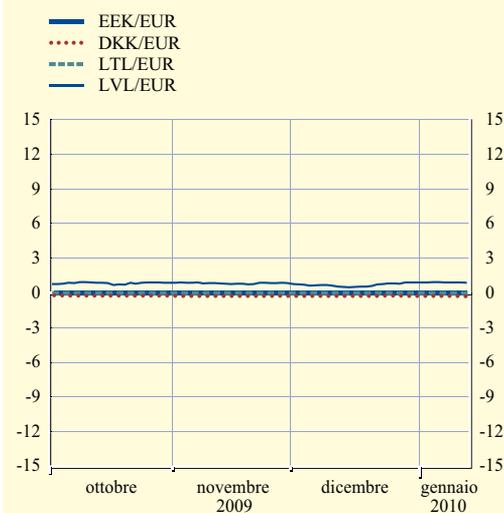
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nei tre mesi fino al 13 gennaio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta sostanzialmente stabile rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 35). Il lat lettone è rimasto tuttavia nella 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, l'euro si è lievemente indebolito sulla sterlina britannica nel quarto trimestre. Il 13 gennaio la moneta unica era scambiata con la sterlina a un livello

Figura 35 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.

inferiore dell'1,6 per cento rispetto a quello di fine settembre e prossimo alla media del 2009. Da novembre la volatilità implicita del tasso di cambio sterlina/euro si è nettamente ridotta, soprattutto sugli orizzonti a uno e tre mesi (cfr. figura 34). Dalla fine di settembre l'euro si è deprezzato sullo zloty polacco (del 4,1 per cento), sul leu rumeno (del 2,4 per cento) e sul fiorino ungherese (dell'1,1 per cento), si è rafforzato sulla corona ceca (del 4,0 per cento) ed è rimasto sostanzialmente invariato rispetto alla corona svedese.

ALTRE VALUTE

In ottobre e novembre l'euro è rimasto piuttosto stabile nei confronti del franco svizzero, a circa 1,51 franchi. In dicembre, dopo una variazione nella comunicazione sulla politica dei tassi di cambio da parte della Banca nazionale svizzera, la valuta elvetica si è rafforzata sulla moneta unica del 2 per cento circa, collocandosi il 13 gennaio a 1,48 franchi per euro. Nello stesso periodo i tassi di cambio bilaterali della moneta unica con il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong hanno seguito gli andamenti di quello con il dollaro statunitense. L'euro si è indebolito anche sulle divise dei principali esportatori di materie prime, come il dollaro canadese (del 4,1 per cento), il dollaro australiano (del 5,2 per cento) e la corona norvegese (del 3,3 per cento).

Riquadro 5

ANDAMENTI DELL'INTERSCAMBIO INTERNAZIONALE E REVISIONE DEI TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI DELL'EURO

La struttura geografica del commercio dell'area dell'euro ha subito modifiche significative nell'ultimo decennio e il peso delle economie emergenti è progressivamente cresciuto. Questo riquadro esamina brevemente tali sviluppi e introduce una serie rivista di tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, che risulta dall'aggiornamento delle sottostanti ponderazioni basate sull'interscambio.

Negli ultimi dieci anni, la principale evoluzione del profilo geografico del commercio con l'esterno dell'area ha riguardato la progressiva crescita della quota relativa alla Cina e agli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO)¹⁾, cui ha fatto riscontro una flessione graduale di quella di economie avanzate quali gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Giappone e la Svizzera. L'aumento del peso percentuale della Cina sull'interscambio totale dell'area dell'euro osservato dagli inizi del decennio è particolarmente evidente dal lato delle importazioni. Nel caso dei PECO, invece, ha riguardato in misura sostanzialmente analoga sia le esportazioni sia le importazioni (cfr. figura A). Le ponderazioni impiegate nel calcolo dei TCE sono aggiornate regolarmente per tenere conto dei suddetti sviluppi. Tuttavia, a causa dei limiti nella disponibilità dei dati, l'aggiornamento può essere effettuato soltanto con un ritardo di alcuni anni: la serie più recente di ponderazioni si basa sui valori medi dell'interscambio nel periodo 2004-06. Nei mesi del 2009 per i quali sono disponibili delle statistiche sulle quote semplici nell'interscambio totale in termini di valore è stata osservata una prosecuzione della generale tendenza verso un progressivo aumento dell'incidenza dei mercati emergenti a scapito delle economie avanzate. La quota del commercio dell'area rappresentata dalla Cina continua a salire, mentre quella di Regno Unito e Giappone scende sia nelle importazioni sia nelle esportazioni. Il peso percentuale degli Stati Uniti sul totale delle importazioni dell'area si è mantenuto relativamente stabile dal 2004-06, mentre l'incidenza di tale economia sulle esportazioni è

1) Si tratta di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania e Ungheria.

diminuita ulteriormente. Inoltre, la quota del resto del mondo quale mercato di esportazione per l'area dell'euro è notevolmente aumentato nel 2009: ciò ha riflesso, tra l'altro, la crescente importanza dei paesi esportatori di petrolio (cfr. figura A).

La BCE calcola e pubblica i TCE nominali e reali dell'euro con riferimento a tre gruppi di partner commerciali dell'area: il TCE-12, comprendente 12 paesi partner; il TCE-21, composto dai precedenti 12 più la Cina e gli otto Stati membri dell'UE non appartenenti all'area e non compresi nel TCE-12; il TCE-41, costituito dai paesi inclusi nel TCE-21 più altri 20 partner rilevanti (per gli elenchi completi, cfr. la tavola).

I TCE sono costruiti utilizzando pesi mobili basati sui dati riguardanti l'interscambio nel settore manifatturiero²⁾, che nel 2009 ha costituito circa l'82 per cento delle esportazioni e il 66 per cento delle importazioni totali. Il commercio di manufatti è stato scelto come base per il calcolo delle ponderazioni, conformemente alla prassi comune, sia poiché reagisce di norma agli andamenti della competitività sia poiché la disponibilità di statistiche per gran parte dei paesi industriali è relativamente buona. Le nuove ponderazioni dei TCE rispecchiano la diversa composizione dell'interscambio dell'area dell'euro delineata in precedenza: ad esempio, la ponderazione assegnata al Regno Unito e al Giappone per il periodo 2004-06 è inferiore a quella utilizzata per la costruzione degli indici fino al 1997 in tutti i gruppi di partner commerciali. Anche il peso degli Stati Uniti è diminuito, fatta eccezione per il gruppo più ristretto di paesi (cfr. tavola). La Cina si è affermata come terzo partner commerciale dell'area dell'euro, dopo gli Stati Uniti e il Regno Unito. Tuttavia, gli otto PECO appartenenti all'UE hanno nel loro insieme un peso maggiore della Cina³⁾.

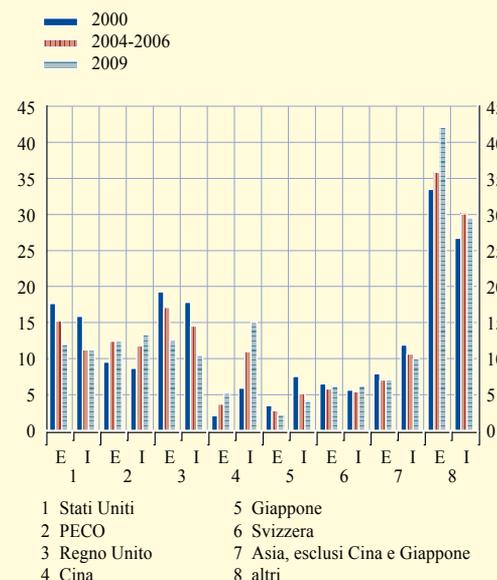
I TCE sono costruiti applicando le suddette ponderazioni ai tassi di cambio nominali bilaterali dell'euro con le valute di determinati partner commerciali. Esse vengono calcolate a partire da statistiche riguardanti sia le importazioni sia le esportazioni e sono state concepite in modo da cogliere non soltanto i flussi bilaterali diretti ma anche l'effetto della concorrenza di tali partner avvertita dagli esportatori dell'area nei mercati terzi.

2) I TCE recentemente aggiornati si basano sui dati riguardanti il commercio di manufatti relativi a quattro periodi: le medie relative al periodo 1995-97 sono utilizzate per la costruzione delle serie fino al 1997; le statistiche concernenti il 1998-2000 e il 2001-03 sono impiegate per i periodi corrispondenti; le serie dal 2004 a oggi sono calcolate utilizzando i pesi definiti sulla base dei dati che si riferiscono al periodo 2004-06. I pesi per l'interscambio commerciale utilizzati nella costruzione degli indici dei TCE dell'euro erano già stati aggiornati una volta, nel 2004 (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 10 del numero di settembre 2004 del Bollettino Mensile). Le due serie di pesi calcolate all'epoca si fondavano sulle statistiche riguardanti il commercio di manufatti nei periodi 1995-97 (per il calcolo degli indici fino al 1999) e 1999-2001 (per quelli a partire dal 1999).

3) Ulteriori dettagli sono disponibili nel comunicato stampa del 15 dicembre 2009 e nella nota metodologica citata nello stesso.

Figura A Quote delle esportazioni dell'area dell'euro relative a diversi paesi e regioni

(quote calcolate su valori in euro, valori percentuali)



Fonte: Eurostat.
Nota: E = esportazioni; I = importazioni.

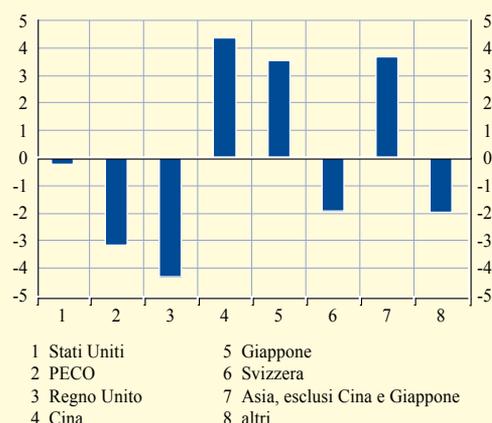
Aggiornamento delle ponderazioni utilizzate per il calcolo dei TCE dell'euro basati sull'interscambio commerciale

Paesi partner	TCE-12				TCE-21				TCE-41			
	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006	1995-1997 ¹⁾	1998-2000	2001-2003	2004-2006
TCE-41									100,0	100,0	100,0	100,0
TCE-21					100,0	100,0	100,0	100,0	81,1	82,0	81,8	80,6
TCE-12	100,0	100,0	100,0	100,0	85,5	83,6	77,9	71,3	69,3	68,4	63,6	57,2
Australia	1,1	1,2	1,3	1,5	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8
Canada	2,1	2,4	2,6	2,5	1,8	2,0	2,0	1,7	1,5	1,6	1,6	1,3
Danimarca	3,7	3,4	3,5	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2
Hong Kong	3,0	2,6	2,6	3,1	2,6	2,1	1,9	2,0	2,1	1,7	1,5	1,6
Giappone	14,1	12,8	11,8	11,6	12,0	10,8	9,2	8,3	9,8	8,9	7,6	6,7
Norvegia	1,9	1,8	1,7	1,9	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,0	1,0
Singapore	2,6	2,3	2,2	2,5	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4
Corea del Sud	4,1	3,9	4,4	5,4	3,5	3,3	3,4	3,9	2,8	2,7	2,7	3,2
Svezia	6,7	6,1	5,7	6,5	5,7	5,2	4,5	4,8	4,7	4,3	3,8	3,9
Svizzera	9,4	8,6	8,6	8,7	8,1	7,2	6,9	6,4	6,5	6,0	5,7	5,3
Regno Unito	26,4	25,7	25,9	24,7	22,6	21,6	20,3	17,8	18,3	17,8	16,7	14,3
Stati Uniti	24,9	29,3	29,8	27,9	21,3	24,3	22,9	19,6	17,2	19,8	18,6	15,6
Ulteriori paesi inclusi nel TCE-21					14,5	16,4	22,1	28,7	11,8	13,6	18,3	23,4
Bulgaria					0,4	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4
Repubblica Ceca					2,7	2,6	3,6	4,1	2,2	2,2	3,0	3,4
Estonia					0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Ungheria					1,9	2,3	3,0	3,1	1,6	1,9	2,5	2,5
Lettonia					0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lituania					0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3
Polonia					2,9	3,4	4,0	4,9	2,4	2,7	3,3	3,9
Romania					0,9	1,0	1,4	1,7	0,7	0,8	1,1	1,4
Cina					5,3	6,3	9,1	13,6	4,3	5,3	7,5	11,1
Ulteriori paesi inclusi nel TCE-41									18,9	18,0	18,2	19,4
Algeria									0,3	0,3	0,3	0,4
Argentina									0,5	0,5	0,3	0,3
Brasile									1,5	1,4	1,2	1,2
Cile									0,3	0,3	0,3	0,4
Croazia									0,5	0,4	0,5	0,5
Islanda									0,0	0,1	0,1	0,1
India									1,4	1,3	1,5	1,8
Indonesia									0,9	0,8	0,7	0,6
Israele									1,1	1,0	0,9	0,7
Malaysia									1,2	1,1	1,2	1,1
Messico									0,8	1,2	1,3	1,2
Marocco									0,6	0,6	0,6	0,6
Nuova Zelanda									0,1	0,1	0,1	0,1
Filippine									0,4	0,5	0,5	0,4
Russia									2,2	1,9	2,2	2,9
Sudafrica									1,0	0,8	0,9	1,0
Taiwan									2,2	2,3	2,0	1,8
Tailandia									1,2	1,0	1,0	1,0
Turchia									2,1	2,3	2,3	3,0
Venezuela									0,2	0,2	0,2	0,2

1) Non rivisti.

Figura B Impatto dell'effetto dei mercati terzi sui pesi per le esportazioni di alcuni gruppi di paesi nei TCE-41 del 2004-2006

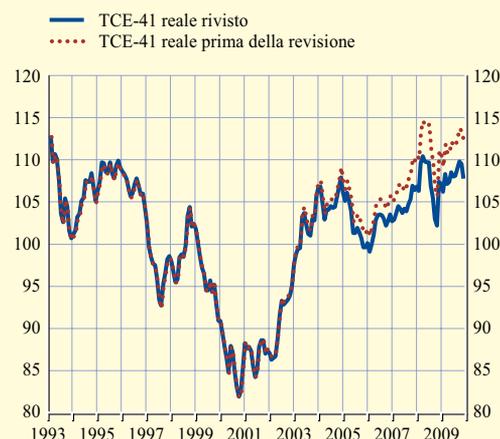
(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura C TCE reale dell'euro nei confronti del gruppo più esteso di partner commerciali prima e dopo la revisione

(dati mensili; indice 1° trim. 1999=100)



Fonte: BCE.
Nota: deflazionato in base all'IPC.

La differenza tra le ponderazioni semplici e doppie delle esportazioni illustra l'importanza dell'effetto della concorrenza sui mercati terzi. Questo effetto accresce il peso dei partner commerciali dell'Asia nei TCE. Per la Cina e il resto dell'Asia l'aumento è rispettivamente pari a 4,4 e 3,7 punti percentuali. Per contro, esso riduce il peso dei partner europei e lascia sostanzialmente invariato quello degli Stati Uniti (cfr. figura B). A titolo di esempio, se si tiene conto dei soli flussi mercantili diretti il peso delle esportazioni riferite alla Cina nell'indice TCE-41 risulta pari a 4,4 invece di 8,8 per cento e quindi raddoppia quando si considera l'importanza di questa economia anche come concorrente nei mercati esterni all'area dell'euro.

L'aggiornamento delle ponderazioni sposta gli indici del TCE calcolati rispetto ai gruppi più ampi di partner commerciali verso il basso: il calo è molto lieve in termini nominali e leggermente più sensibile in termini reali⁴⁾. A dicembre 2009 il TCE-41 nominale aggiornato e quello precedente erano rispettivamente superiori del 26 e 28 per cento alle medie del 1999 (cfr. figura C).

Se si considerano i TCE reali, maggiormente appropriati per una valutazione della competitività di prezzo e di costo, le misure più ampie basate su 21 e 41 partner commerciali evidenziano una differenza tra i valori rivisti e quelli precedenti. Tra il 1999 e il dicembre del 2009 il TCE-41 reale aggiornato dell'euro deflazionato con i prezzi al consumo si è apprezzato del 13 per cento. Utilizzando la precedente struttura di ponderazione, l'apprezzamento sarebbe stato pari al 17 per cento (cfr. figura C).

Sullo sfondo dell'evoluzione piuttosto dinamica del profilo geografico dell'interscambio nell'ultimo decennio, dopo l'aggiornamento delle ponderazioni, i TCE reali dell'euro riflettono meglio gli andamenti correnti della competitività di prezzo e di costo dell'area dell'euro.

4) Gli indici dei TCE reali si ottengono dagli indici nominali corretti per la differenza tra gli andamenti dei prezzi e dei costi nell'area dell'euro e nei suoi partner commerciali. Sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del PIL e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

L'interscambio con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a mostrare segnali di miglioramento. Sia le esportazioni sia le importazioni di beni e servizi sono aumentate nei tre mesi fino a ottobre del 2009 e il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area è sceso a 86,5 miliardi di euro (1,0 per cento del PIL). Per quanto riguarda il conto finanziario, nei tre mesi fino a ottobre l'area dell'euro ha registrato afflussi netti sia per obbligazioni e note sia per strumenti del mercato monetario e moderati deflussi netti per titoli azionari. Ciò ha riflesso la tendenza da parte dei residenti nell'area a riportare all'estero i capitali che erano stati in precedenza rimpatriati e una ricomposizione degli investimenti dei non residenti a favore dei titoli di debito e a scapito delle azioni.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

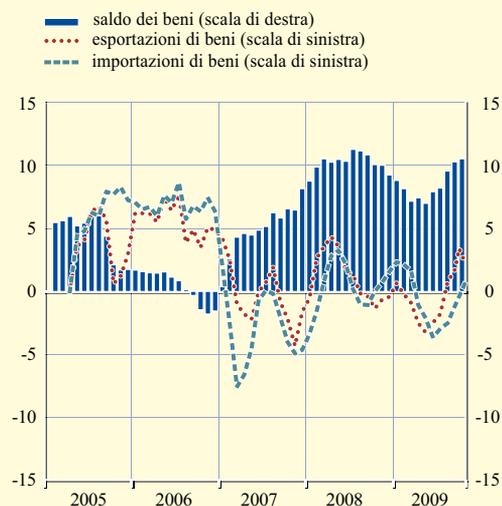
Nei tre mesi fino a ottobre l'interscambio commerciale con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a evidenziare segnali di miglioramento. Alla ripresa delle esportazioni di beni – iniziata già da alcuni mesi – si è aggiunto il recupero delle importazioni, che sono aumentate dello 0,9 per cento rispetto al precedente periodo di tre mesi (cfr. figura 36). Ciò è stato in linea con l'aumento della produzione industriale e ha riflesso inoltre il minore decumulo delle scorte da parte delle imprese dell'area. Il rafforzamento della domanda estera ha continuato a sostenere le esportazioni. La scomposizione geografica di queste ultime, per gran parte dei paesi disponibile fino a settembre 2009, mostra una ripresa dei volumi diretti verso alcune economie principali dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, a fronte di un indebolimento di quelli destinati all'Asia. Le esportazioni verso i paesi dell'OPEC e il Giappone hanno continuato a scendere nei tre mesi fino a ottobre. Nel contempo la ripresa della domanda estera è stata lievemente frenata dall'impatto negativo della perdita di competitività di prezzo delle esportazioni dovuta al generale apprezzamento dell'euro da marzo del 2009. Anche l'interscambio di servizi ha messo a segno un recupero nei tre mesi fino a ottobre: sia le importazioni sia le esportazioni sono aumentate (rispettivamente dell'1,5 e 1,0 per cento) rispetto ai tre mesi precedenti (cfr. tavola 7).

A seguito dei suddetti andamenti dell'interscambio con l'esterno dell'area, in ottobre il saldo cumulato su dodici mesi del conto dei beni è migliorato ulteriormente e ha registrato un avanzo per il quarto mese consecutivo (cfr. figura 37). Per quanto concerne il saldo commerciale, questo miglioramento è stato compensato solo in parte da una riduzione dell'avanzo nei servizi. Assieme al minore disavanzo nei redditi e nei trasferimenti correnti, questo ha concorso a ridurre ancora il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro, sceso a 86,5 miliardi di euro (circa l'1,0 per cento del PIL) dai 118,0 di un anno prima.

Gli indicatori disponibili prospettano una prosecuzione della graduale ripresa delle esporta-

Figura 36 Interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati terminanti in				Dati cumulati sui 12 mesi terminanti in	
	2009 set.	2009 ott.	2009 gen.	2009 apr.	2009 lug.	2009 ott.	2008 ott.	2009 ott.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	-5,0	-4,6	-16,3	-9,6	0,1	-3,1	-118,0	-86,5
Beni	3,8	8,3	-3,8	-0,9	5,3	5,9	-3,9	19,5
Esportazioni	106,1	111,7	114,4	105,2	106,2	107,7	1.593,0	1.300,3
Importazioni	102,3	103,4	118,1	106,1	100,9	101,8	1.596,8	1.280,9
Servizi	2,0	2,6	2,9	1,9	2,1	2,3	42,2	27,6
Esportazioni	38,9	38,3	41,2	39,3	38,0	38,6	511,0	471,2
Importazioni	36,8	35,7	38,4	37,3	35,9	36,3	468,8	443,6
Redditi	-4,4	-2,2	-6,7	-2,9	-1,2	-2,4	-60,0	-39,4
Trasferimenti correnti	-6,5	-13,4	-8,6	-7,7	-6,1	-8,9	-96,3	-94,1
Conto finanziario¹⁾	10,4	14,4	20,2	13,3	-5,2	6,4	154,0	104,3
Investimenti diretti e di portafoglio	27,3	17,7	-11,3	41,1	26,7	31,3	173,6	263,3
Investimenti diretti	-26,2	-1,5	-26,4	-10,4	1,0	-8,3	-137,4	-132,1
Investimenti di portafoglio	53,5	19,2	15,0	51,5	25,6	39,6	311,0	395,4
Azioni	-4,3	-29,3	-12,4	4,9	27,2	-0,7	-16,7	57,1
Strumenti di debito	57,8	48,5	27,5	46,6	-1,6	40,3	327,8	338,3
Obbligazioni e note	33,2	27,6	20,9	36,1	-4,0	20,6	133,8	220,9
Strumenti del mercato monetario	24,7	20,9	6,6	10,5	2,4	19,7	193,9	117,4
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	0,8	3,5	-11,7	-7,1	-0,2	1,5	5,7	-15,8
Importazioni	2,3	0,0	-9,4	-8,4	-4,7	1,0	9,4	-16,5
Beni								
Esportazioni	0,8	5,3	-14,3	-8,0	0,9	1,5	5,6	-18,4
Importazioni	2,5	1,1	-10,8	-10,2	-4,9	0,9	9,9	-19,8
Servizi								
Esportazioni	0,8	-1,4	-3,7	-4,8	-3,3	1,5	5,9	-7,8
Importazioni	1,7	-3,1	-5,1	-2,7	-3,9	1,0	7,8	-5,4

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.

zioni verso l'esterno dell'area dell'euro nel breve periodo. A dicembre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) concernente i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro ha messo a segno un ulteriore aumento, mantenendosi per il quinto mese consecutivo ben al di sopra del valore soglia fra contrazione ed espansione fissato a 50. Anche le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero aumentare ulteriormente, sorrette dal rafforzamento della domanda interna finale e dalla domanda aggiuntiva di *input* importati. Poiché tuttavia la recente ripresa dell'interscambio mondiale e con l'esterno dell'area dell'euro ha riflesso in parte l'impatto di fattori temporanei (quali gli stimoli fiscali e il ciclo delle scorte), la loro attenuazione potrebbe comportare una lieve perdita di slancio.

CONTO FINANZIARIO

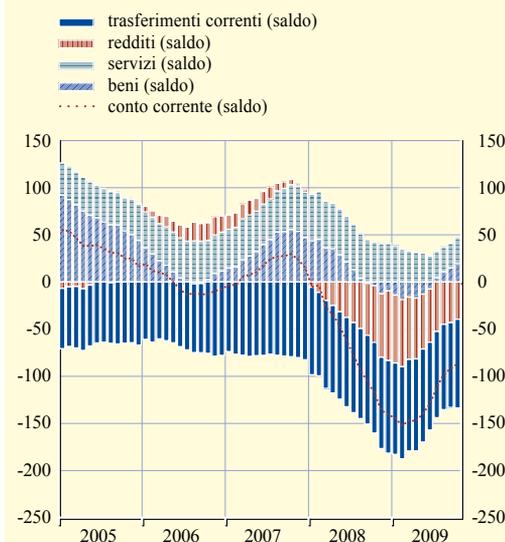
Nei tre mesi fino a ottobre i residenti dell'area dell'euro hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli azionari e di debito esteri, riportando gradualmente all'estero i capitali che erano stati rimpatriati nel corso delle fasi più intense della crisi finanziaria. Al tempo stesso gli investimenti di portafoglio dei non residenti nell'area dell'euro sono aumentati e hanno evidenziato

una ricomposizione delle preferenze a favore dei titoli di debito. Tali andamenti hanno determinato afflussi netti per titoli di debito, che si sono distribuiti in modo pressoché uguale tra obbligazioni e *note* e strumenti del mercato monetario, e moderati deflussi netti per titoli azionari nei tre mesi fino a ottobre (cfr. figura 38).

La ricomposizione della domanda dei non residenti a favore di obbligazioni e *note* e a scapito dei titoli azionari dell'area dell'euro sembra in linea con l'evoluzione dei differenziali di rendimento e dei valori di borsa. Mentre il differenziale di rendimento positivo tra le obbligazioni dell'area e quelle delle altre economie principali (ad esempio gli Stati Uniti) sembra avere incoraggiato gli investitori esteri ad accrescere gli acquisti di obbligazioni e *note* dell'area, i minori acquisti netti di titoli azionari dell'area potrebbero essere connessi alla percezione – tra gli operatori – di prospettive lievemente meno favorevoli per le imprese dell'area, come riflesso nel calo dei valori di borsa osservato a ottobre. L'area dell'euro ha inoltre continuato a registrare afflussi netti per strumenti del mercato monetario, che sono tuttavia rimasti ben inferiori ai massimi dello scorso anno.

Figura 37 Principali componenti del conto corrente

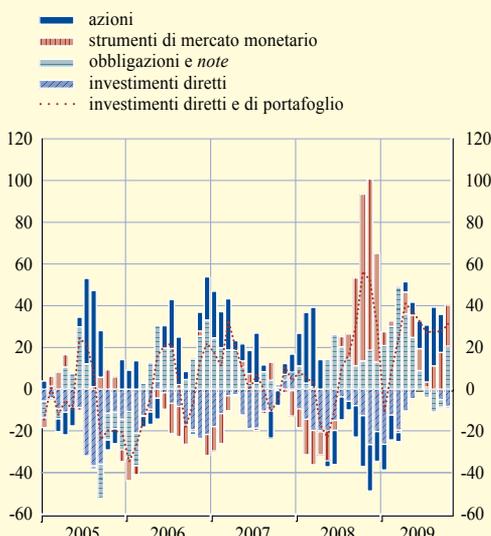
(miliardi di euro; flussi cumulati su 12 mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

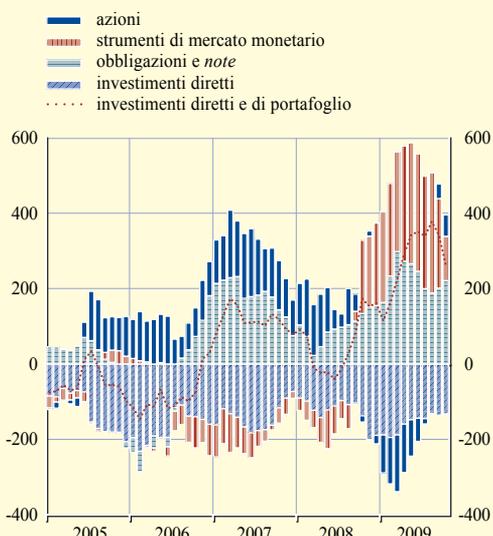
Figura 38 Principali componenti del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

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



Nei tre mesi fino a ottobre sono lievemente aumentati gli investimenti diretti, soprattutto quelli dell'area all'estero. Di conseguenza, in tale periodo l'area ha registrato deflussi netti medi per gli investimenti diretti rispetto agli afflussi netti dei tre mesi precedenti. Tale andamento, dovuto ai più consistenti flussi netti in uscita sia per azioni e utili reinvestiti sia nella voce "altro capitale", potrebbe in parte rispecchiare il fatto che le imprese dell'area abbiano approfittato del rafforzamento dell'euro per acquistare attività all'estero.

Nei tre mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti medi lievemente superiori rispetto al periodo precedente. Nei dodici mesi fino a ottobre gli afflussi cumulati netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono saliti a 263,3 miliardi di euro, contro 173,6 miliardi un anno prima (cfr. figura 38).

L'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA



La valutazione condotta dalla BCE sul proprio orientamento di politica monetaria è essenziale ai fini della predisposizione delle sue decisioni in materia. Tale valutazione è volta a determinare se la politica monetaria stia contribuendo agli andamenti economici, finanziari e monetari in modo da mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Essa costituisce uno degli elementi fondamentali presi in esame dal Consiglio direttivo della BCE in sede di formulazione della politica monetaria.

La reazione della BCE di fronte all'intensificarsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008 ben illustra tale processo, dalla valutazione dell'orientamento di politica monetaria e la decisione di modificarlo, alla segnalazione e l'attuazione dell'indirizzo appropriato. La strategia di ampio respiro e improntata al medio termine della BCE ha guidato la formulazione e l'attuazione dell'indirizzo di politica monetaria durante la crisi. Specificamente, il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo ha richiesto il rapido abbassamento dei tassi di riferimento della BCE, nonché l'adozione di misure non convenzionali finalizzate a garantire l'efficacia del meccanismo di trasmissione all'economia, allo scopo di far fronte alla crisi finanziaria e attutirne l'impatto sull'economia reale. La BCE ha così intrapreso una politica di maggiore sostegno al credito. Le misure eccezionali adottate hanno natura temporanea, e sono destinate a essere revocate in modo graduale, progressivo e tempestivo in caso di miglioramento delle condizioni finanziarie o qualora esse stesse comincino a rappresentare un rischio per l'obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi della BCE.

I INTRODUZIONE

Per prendere decisioni corrette occorrono informazioni esaurienti, una solida analisi e un giudizio attento. Le decisioni delle banche centrali si fondano sulla valutazione dell'orientamento o indirizzo delle rispettive politiche monetarie, che può essere definito come il contributo che tali politiche forniscono agli andamenti economici, finanziari e monetari. Le azioni di politica monetaria, infatti, influenzano sulla determinazione dei tassi di interesse e dei prezzi di mercato nell'economia per il tramite di vari canali, influenzando così l'attività economica e/o l'inflazione in base a un processo noto come "trasmissione della politica monetaria". Pertanto, si può affermare che valutare l'orientamento di politica monetaria equivale a determinare se il contributo delle azioni di politica monetaria sia appropriato alla luce degli obiettivi perseguiti dalla banca centrale. È sulla base di tale valutazione che le banche centrali calibrano i propri interventi.

Nel caso della BCE l'obiettivo primario, sancito dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Il Consiglio direttivo della BCE valuta quindi se l'impatto della politica moneta-

ria sull'economia e in definitiva sulla stabilità dei prezzi (ossia l'orientamento della politica monetaria) sia adeguato ai fini del raggiungimento di tale obiettivo primario, tenuto conto di tutti i fattori che influenzano le prospettive di inflazione a medio termine. È possibile che con il sopraggiungere di nuove informazioni l'orientamento che era stato giudicato adeguato in occasione della riunione di politica monetaria precedente richieda alcuni aggiustamenti. In tal caso, il Consiglio direttivo determina il corso di politica monetaria atto a riallineare l'indirizzo adottato con l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

La gravità della crisi finanziaria a partire dall'autunno del 2008 e le sue ripercussioni sull'economia reale, unitamente all'accresciuta incertezza che ne è derivata, hanno reso più complessi sia la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi sia i canali attraverso i quali la politica monetaria è in grado di influenzare l'economia dell'area dell'euro in modo da garantire la stabilità dei prezzi. In tali circostanze, il mantenimento di tale stabilità nel medio periodo ha richiesto tanto il rapido abbassamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE, quanto l'introduzione di misure temporanee volte ad assicurare l'efficacia del

meccanismo di trasmissione all'economia, allo scopo di far fronte alla crisi finanziaria e attutirne l'impatto sull'economia reale. Poiché da allora le condizioni economiche e finanziarie sono migliorate, non tutti i provvedimenti eccezionali adottati sono ancora necessari nella stessa misura. Anzi, una loro proroga potrebbe addirittura produrre effetti economici e finanziari avversi.

Fatte queste premesse, il presente articolo descrive in che modo la BCE ha valutato, segnalato e messo in atto l'orientamento di politica monetaria nel contesto della recente crisi finanziaria. La sezione 2 descrive la valutazione dell'orientamento di politica monetaria condotta dalla BCE in tempi normali, mentre la sezione 3 mostra come la crisi finanziaria abbia complicato sia tale valutazione sia la segnalazione e la messa in atto dell'indirizzo desiderato. La sezione 4 esamina la necessità di una rimozione progressiva, graduale e tempestiva delle misure straordinarie introdotte in risposta alla crisi, in un contesto di valutazione dell'indirizzo di politica monetaria, mentre la sezione 5 presenta alcune considerazioni conclusive.

2 L'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA IN TEMPI NORMALI

2.1 LE DECISIONI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE SI BASANO SULLA VALUTAZIONE DEL PROPRIO ORIENTAMENTO

Definendo l'orientamento della politica monetaria come il contributo da essa fornito agli sviluppi economici, finanziari e monetari, la sua valutazione consiste nel determinare se tale contributo sia in linea con l'obiettivo della banca centrale. Nel caso della BCE, pertanto, la valutazione comporta due elementi: 1) la formulazione di un'opinione riguardo alle prospettive di inflazione a medio termine, e in particolare ai rischi per la stabilità dei prezzi; e 2) l'individuazione del contributo che la politica monetaria (ossia la sua conduzione attuale e passata, dato lo sfasamento tempo-

rale del meccanismo di trasmissione) fornisce all'economia dell'area dell'euro e al mantenimento della stabilità dei prezzi.

Valutare in tempo reale l'orientamento della politica monetaria è sempre un compito difficile. Occorre infatti tenere conto dell'incertezza relativa alle condizioni economiche correnti e future e al funzionamento dell'economia, compresa la trasmissione della politica monetaria stessa. Data l'incertezza intorno a valutazioni in tempo reale di questo tipo, il giudizio deve essere di ampio respiro e lungimirante, e avvalersi di tutte le informazioni utili a formare un'opinione riguardo ai rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, comprese quelle relative al potenziale impatto della politica monetaria. La strategia della BCE garantisce una valutazione di ampio respiro e orientata al medio periodo dell'indirizzo di politica monetaria. In particolare, la strategia si fonda su una struttura a due pilastri – comprendente l'analisi economica e quella monetaria – che offre due prospettive complementari per quanto riguarda la determinazione degli andamenti dei prezzi ¹⁾. Il Consiglio direttivo decide dell'orientamento appropriato della politica monetaria sulla base di una verifica incrociata delle indicazioni sui rischi per la stabilità dei prezzi tratte da entrambe le analisi economica e monetaria. Ciò consente di sfruttare l'insieme delle complementarità offerte dai due pilastri. La valutazione dell'orientamento di politica monetaria tiene pertanto conto di un'ampia gamma di dati economici, finanziari e monetari, e si avvale di svariati modelli e analisi. Infine, risulta essenziale anche un elemento di giudizio discrezionale fondato sull'esperienza accumulata.

Una tale valutazione di ampio respiro e orientata al medio periodo dell'indirizzo di politica monetaria garantisce la fondatezza delle decisioni di *policy*. Essa riduce infatti il rischio di errori derivanti da un eccessivo affidamento a

1) Cfr. il capitolo 3 dell'edizione speciale di questo Bollettino (intitolata "10° anniversario della BCE") pubblicata nel maggio del 2008.

un'unica previsione o un unico modello, o a indicatori sintetici dell'orientamento di politica monetaria (come quelli ricavati dai tassi di interesse naturali, dalle regole di Taylor o dagli indici delle condizioni monetarie e finanziarie). L'approccio adottato dal Consiglio direttivo assicura che tutte le informazioni utili alla valutazione dell'andamento futuro dei prezzi siano utilizzate in modo coerente ed efficiente, agevolando sia il processo decisionale, sia la comunicazione delle decisioni prese.

2.2 LA SEGNALAZIONE E L'ATTUAZIONE DELL'INDIRIZZO PRESCELTO

Al fine di conseguire l'orientamento di politica monetaria appropriato al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine, il Consiglio direttivo determina anzitutto i tassi di interesse di riferimento della BCE. In circostanze normali si tratta del tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali e dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale, che formano un corridoio intorno al tasso minimo di offerta. L'Eurosistema manovra quindi i tassi di interesse di mercato a breve termine all'interno di tale corridoio, normalmente in direzione del tasso minimo di offerta, mediante le operazioni di politica monetaria. A partire da questi tassi a breve prende avvio la trasmissione della politica monetaria all'economia, che si conclude in ultima istanza influenzando l'evoluzione dei prezzi. La comunicazione della BCE favorisce la segnalazione ed il conseguimento dell'indirizzo desiderato.

LA SEPARAZIONE FRA LE DECISIONI E LE OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA

Il principio informatore alla base del quadro operativo adottato dall'Eurosistema per l'attuazione dell'indirizzo di politica monetaria è il concetto di efficienza operativa. Il quadro operativo favorisce l'adempimento, tramite la politica monetaria, del mandato di stabilità dei prezzi conferito alla BCE, facendo sì che le decisioni di politica monetaria trasmettano nel modo più rapido e accurato possibile i propri

effetti ai tassi di mercato a breve termine. Ciò comporta una demarcazione fra, da un lato, le decisioni di politica monetaria e, dall'altro, l'attuazione mediante le operazioni di politica monetaria dell'orientamento desiderato. Coerentemente con il mandato della BCE, le decisioni di politica monetaria sono orientate al mantenimento della stabilità dei prezzi (e comprendono, in particolare, la fissazione dei tassi di riferimento della BCE che segnalano l'orientamento prescelto). Dando seguito a tali decisioni, le operazioni di politica monetaria tengono i tassi di interesse di mercato a breve termine in linea con il livello determinato dalle decisioni di politica monetaria. In tempi normali, il principio di separazione richiede che il tasso *Euro overnight index average* (Eonia) rimanga molto prossimo al tasso ufficiale principale. Nelle circostanze eccezionali registrate di recente, allorché i differenziali di interesse nel mercato monetario (ossia quelli fra l'*Euro interbank offered rate*, o Euribor, e i tassi degli *overnight index swap*, o OIS) sono risultati straordinariamente elevati, il Consiglio direttivo ha deciso di condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione dell'importo. Ciò ha contribuito a ridurre le anomalie osservate nei differenziali di interesse nel mercato monetario e a riportare l'Eonia su livelli più vicini al tasso sui depositi presso la banca centrale (cfr. sezione 3).

L'ATTUAZIONE E LA TRASMISSIONE

L'attuazione dell'indirizzo di politica monetaria avviene per il tramite del quadro operativo dell'Eurosistema. Le operazioni di politica monetaria danno il via alla trasmissione dell'orientamento prescelto attraverso la manovra del costo marginale di rifinanziamento delle banche. In termini generali, l'Eurosistema procede a tale manovra offrendo un importo di liquidità che consenta alle istituzioni creditizie dell'area dell'euro di soddisfare il rispettivo fabbisogno di liquidità a un prezzo in linea con i tassi di interesse di riferimento fissati dall'autorità monetaria. Tale fabbisogno comprende la liquidità necessaria ad adempiere al requisito di riserva obbligatoria imposto dalla

BCE alle istituzioni creditizie, nonché fattori variabili, denominati “fattori autonomi”, che l'Eurosistema non può influenzare direttamente (come il circolante o i depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema). Più nello specifico, la BCE conduce di norma le operazioni di rifinanziamento principali sotto forma di aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta.

I tassi di interesse del mercato monetario a breve termine come l'Eonia sono generalmente manovrati in linea con il tasso minimo di offerta, a seguito dell'aggiudicazione, nell'ambito delle operazioni di rifinanziamento principali, di un importo di liquidità che consente alle istituzioni creditizie di adempiere ordinatamente ai rispettivi obblighi di riserva nell'arco del periodo di mantenimento (della durata di circa un mese). L'importo di aggiudicazione nelle operazioni di rifinanziamento principali tiene conto non soltanto delle esigenze di liquidità derivanti dai “fattori autonomi”, ma anche della liquidità offerta nell'ambito di altre operazioni, di norma quelle di rifinanziamento a più lungo termine. I tassi di interesse sulle operazioni con la BCE attivabili su iniziativa delle controparti delimitano di fatto la fascia di variazione dei tassi di interesse *overnight*: le operazioni di rifinanziamento marginale, infatti, consentono alle istituzioni di credito di ricevere liquidità dalla BCE su base infragiornaliera, mentre le operazioni di deposito consentono loro di depositare, sempre su base infragiornaliera, l'eventuale liquidità in eccesso²⁾.

La trasmissione della politica monetaria all'economia reale prende avvio con i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine summenzionati. In ultima istanza, la politica monetaria influisce sugli andamenti dei prezzi. Le dinamiche del processo vedono dapprima le variazioni dei tassi di interesse del mercato monetario trasmettersi ai tassi attivi delle banche. Ciò influenza variabili come la moneta, l'espansione del credito e i prezzi delle attività, le quali a loro volta, unitamente a fattori esterni, provocano variazioni della domanda e dell'offer-

ta macroeconomica, e in definitiva dell'inflazione.

LA COMUNICAZIONE DELL'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

La politica di comunicazione trasparente adottata dalla BCE costituisce un elemento essenziale nella trasmissione della politica monetaria; essa contribuisce all'attuazione efficace ed efficiente dell'indirizzo di politica monetaria.

Anzitutto, spiegando la valutazione dell'orientamento di politica monetaria sottesa alle sue decisioni, la BCE accresce la consapevolezza e la comprensione delle decisioni di politica monetaria da parte del pubblico e dei mercati. Al riguardo, la struttura a due pilastri impiegata nella valutazione fornisce un quadro di riferimento sistematico non soltanto per il processo decisionale interno (come descritto in precedenza), ma anche per la comunicazione esterna con il pubblico. L'impiego dello stesso quadro di riferimento ai fini sia interni sia esterni ha aiutato la BCE a far sì che la sua politica monetaria risultasse coerente, credibile ed efficace.

Un secondo argomento collegato è che una buona comunicazione aiuta gli operatori privati a comprendere il contributo che la politica monetaria si propone di conferire all'evoluzione dell'economia e dei prezzi nel corso del tempo. Di fatto, nella misura in cui aiuta i mercati a capire meglio le risposte della politica monetaria agli andamenti e agli shock economici, la comunicazione li aiuta altresì ad anticipare a grandi linee la direzione della politica monetaria nel medio periodo. Questo elemento implicito di guida tende a rafforzare la prevedibilità del corso della politica monetaria nell'arco del tempo. Esso influenza le aspettative riguardo all'evoluzione futura dei tassi di interesse, rendendo così più efficace la politica monetaria.

2) L'attuazione della politica monetaria in tempi normali e nelle varie fasi della crisi è descritta in dettaglio nell'articolo intitolato “L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007” pubblicato nel numero del luglio del 2009 di questo Bollettino.

Infine, una comunicazione credibile riguardo al fermo impegno della BCE al conseguimento del proprio obiettivo contribuisce ad ancorare le aspettative di inflazione, facilitando così la conduzione della politica monetaria³⁾. Insieme, la prontezza ad agire (“allerta credibile”) della BCE, la sua mano salda e la sua opera di comunicazione le consentono di impiegare in modo efficiente lo strumento del tasso di interesse.

Nel complesso, la comunicazione serve a spiegare la logica sottesa alle decisioni di politica monetaria, a guidare le aspettative in modo coerente con la valutazione formulata dalla banca centrale e a favorire il loro ancoraggio in linea con la stabilità dei prezzi. La comunicazione della BCE risulta pertanto strumentale all’attuazione dell’orientamento di *policy* prescelto, poiché contribuisce ad allineare la comprensione e le attese del pubblico e dei mercati con l’orientamento voluto e con l’obiettivo ultimo di stabilità dei prezzi.

3 L'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA DURANTE LA RECENTE CRISI

La crisi finanziaria ha complicato sia la valutazione alla base della formulazione dell’indirizzo di politica monetaria appropriato ai fini del mantenimento della stabilità dei prezzi, sia la segnalazione e l’attuazione di tale indirizzo⁴⁾.

3.1 LA VALUTAZIONE DELL'ORIENTAMENTO DI POLITICA MONETARIA DURANTE LA CRISI

LA VALUTAZIONE IN PRESENZA DI UN'ACCRESCIUTA INCERTEZZA

La valutazione dell’orientamento di politica monetaria è compito già difficile in tempi normali, ma diviene ancora più complesso allorché la situazione economica cambia rapidamente e l’incertezza è elevata. Con l’emergere delle turbolenze finanziarie, e in particolar modo con il loro intensificarsi all’indomani del tracollo di Lehman Brothers nel settembre del 2008, tale valutazione ha dovuto essere condotta in un contesto di accresciuta incertezza. Considerato

il carattere eccezionale delle circostanze, non è stato possibile fare affidamento sulle regolarità osservate in tempi normali per interpretare gli andamenti di molte variabili economiche e finanziarie. Ciò significa che i modelli e le proiezioni ordinari basati su tali regolarità risultavano meno affidabili che in passato⁵⁾. L’incertezza riguardava sia la natura degli shock economici nell’area dell’euro, sia il funzionamento dell’economia stessa. In particolare, è risultato difficile valutare in tempo reale la natura e la portata degli sviluppi finanziari e delle loro ripercussioni sull’economia reale. Con il venir meno della fiducia sul mercato interbancario e del normale funzionamento del mercato monetario, la trasmissione stessa della politica monetaria risultava compromessa. In realtà, nell’area dell’euro la prima fase del processo di trasmissione dipende in larga misura dall’intermediazione interna al settore bancario. Di conseguenza, è divenuto più difficile analizzare i due elementi centrali alla valutazione dell’orientamento di *policy* descritti nella sezione 2.1, ossia 1) le prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, e 2) il contributo fornito in ultima istanza dalla politica monetaria a tali prospettive.

L'APPROCCIO DI AMPIO RESPIRO DELLA BCE SI È RIVELATO PARTICOLARMENTE EFFICACE

I vantaggi dell’approccio di ampio respiro fondato su due pilastri adottato dalla BCE nella valutazione dell’orientamento di politica monetaria sono emersi con particolare evidenza durante la crisi finanziaria. Al fine di garantire

- 3) Al contempo, tale ancoraggio minimizza i costi nei rapporti contrattuali (riducendo i premi per il rischio di inflazione). Più in generale, fornendo un’ancora di stabilità in un mare di fluttuazione economica, la BCE esercita in teoria un impatto positivo sul clima di fiducia degli operatori economici in epoche di incertezza, forse consentendo altresì una correzione più rapida e sostenibile delle contrazioni economiche. L’ancoraggio delle aspettative di inflazione favorisce in questo modo nell’area dell’euro la creazione di un contesto propizio alla crescita economica sostenibile e all’occupazione.
- 4) Per maggiori dettagli sui temi affrontati in questa sezione, cfr. gli interventi tenuti dal Presidente della BCE il 13 luglio 2009 a Monaco di Baviera, il 22 agosto 2009 a Jackson Hole e il 4 settembre 2009 a Francoforte sul Meno.
- 5) Cfr. l’articolo intitolato “La recente recessione dell’area dell’euro in una prospettiva storica” nel numero del novembre 2009 di questo Bollettino.

un'adeguata risposta di *policy*, è fondamentale guardare oltre la volatilità dei dati economici e finanziari e cercare invece di comprendere gli andamenti di fondo. Nel contesto di accresciuta incertezza, l'approccio di ampio respiro della strategia di politica monetaria della BCE ha permesso ai *policy-maker* di ottenere un quadro più esauriente e accurato degli andamenti di fondo e dei relativi rischi per la stabilità dei prezzi. In particolare, l'analisi economica ha aiutato la BCE a comprendere l'impatto sull'economia dell'area dell'euro di fattori esterni (come l'evoluzione dei corsi petroliferi e di segmenti di mercato specifici, quali quello dei mutui *subprime* statunitensi), nonché i nessi fra la sfera finanziaria e l'economia reale. L'analisi economica ha inoltre permesso alla BCE di meglio comprendere e anticipare l'inversione della tendenza inflazionistica associata ai precedenti forti rincari dell'energia. Ciò ha fatto sì che la disinflazione osservata nel 2009 non fosse erroneamente interpretata come deflazione vera e propria, scongiurando così l'adozione di risposte inadeguate di politica monetaria. L'analisi monetaria ha aiutato a mantenere una prospettiva di medio periodo, considerato il legame fondamentale che intercorre fra la moneta e l'inflazione nell'arco di orizzonti più lunghi. Essa ha altresì contribuito a migliorare la comprensione degli andamenti concernenti gli aggregati monetari, i bilanci bancari, i mercati monetari, i prezzi delle attività e i flussi del credito, andamenti cruciali considerata l'origine finanziaria della contrazione economica⁶⁾.

Il quadro degli andamenti di fondo considerati dalla BCE in sede di valutazione dell'orientamento di politica monetaria è stato a sua volta alla base delle decisioni di tasso di interesse e delle misure non convenzionali adottate. In particolare, la comprensione delle distorsioni nel meccanismo di trasmissione e l'individuazione dei canali attraverso i quali le turbolenze finanziarie avrebbero potuto propagarsi all'economia reale sono servite a formulare gli interventi di politica monetaria atti a contenere gli effetti di propagazione e i relativi rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

3.2 LA RISPOSTA DELLA POLITICA MONETARIA

Nelle circostanze eccezionali create dalla crisi finanziaria, la segnalazione e l'attuazione dell'orientamento di politica monetaria da parte della BCE hanno comportato non soltanto decisioni sui tassi di interesse, ma anche l'adozione di misure non convenzionali.

All'inizio delle turbolenze finanziarie, allorché nell'agosto del 2007 l'accesso alla liquidità nei mercati monetari risultava seriamente compromesso, l'Eurosistema ha agito prontamente per scongiurare una grave crisi finanziaria sistemica. I principali interventi hanno riguardato la modifica dei tempi e delle scadenze delle operazioni di immissione di liquidità, al fine di venir incontro alle esigenze di provvista delle banche. L'Eurosistema ha inoltre fornito liquidità in valuta estera. A seguito del fallimento di Lehman Brothers, le turbolenze hanno lasciato spazio a una crisi finanziaria vera e propria, che si è rapidamente propagata al sistema finanziario internazionale ed ha provocato una grave contrazione dell'economia dell'area dell'euro, dando luogo a una considerevole moderazione delle pressioni inflazionistiche. Di fronte a questi sviluppi, il Consiglio direttivo ha deciso di adottare alcune misure convenzionali e non convenzionali. Ad esempio, alla luce della nuova valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo ha abbassato i tassi di interesse di riferimento della BCE di 325 punti base all'1 per cento, un livello che nei paesi dell'area dell'euro non si osservava più da almeno la seconda guerra mondiale.

Poiché il funzionamento del sistema finanziario, e in particolare del mercato monetario, risultava seriamente compromesso, il Consiglio direttivo ha adottato una serie di misure non convenzionali per evitare una nuova crisi generalizzata di liquidità nel sistema finanziario

6) Cfr. l'articolo intitolato "L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria" nel numero di novembre del 2009 di questo Bollettino.

dell'area dell'euro, favorire la trasmissione delle decisioni ufficiali di tasso di interesse e migliorare il flusso del credito alle famiglie e alle imprese.

LA POLITICA DI MAGGIORE SOSTEGNO AL CREDITO

Il "maggiore sostegno al credito" da parte della BCE consiste di misure non convenzionali atte a sostenere le condizioni finanziarie e i flussi creditizi in misura superiore a quanto realizzabile mediante la sola riduzione dei tassi di interesse di riferimento.

Tale approccio è stato concepito specificamente per la struttura finanziaria dell'economia dell'area dell'euro e tenendo conto delle particolari circostanze della crisi finanziaria internazionale. Esso si è rivolto principalmente alle banche, che nell'area dell'euro sono la fonte primaria di credito per l'economia reale. Il settore bancario è infatti all'origine di gran parte del finanziamento esterno delle società non finanziarie ed assume particolare importanza nel caso delle piccole e medie imprese, le quali rivestono a loro volta un ruolo fondamentale nell'economia dell'area dell'euro. Per quanto riguarda le specificità della crisi, due fattori hanno avuto particolare importanza. In primo luogo, considerata la minaccia in termini di liquidità posta a livello sistemico dalla crisi, gli interventi hanno inteso garantire alle banche un accesso esteso e abbondante alla liquidità della banca centrale in siffatte circostanze eccezionali. In secondo luogo, dal momento che l'accesso delle banche dell'area dell'euro ai mercati interbancari in valuta estera risultava gravemente compromesso, la BCE ha deciso di fornire loro liquidità in dollari USA in contropartita di garanzie collaterali denominate in euro. Questa offerta si appoggia sull'accordo di *swap* siglato fra la BCE e la Federal Reserve statunitense⁷⁾. Più specificamente, il maggiore sostegno al credito si sostanzia di cinque misure:

1. la fornitura alle banche dell'area dell'euro di liquidità illimitata a tasso fisso in tutte le operazioni di rifinanziamento a fronte dello stanziamento di garanzie adeguate;
2. l'allungamento della scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento dai tre mesi di prima della crisi a un anno;
3. l'ampliamento dell'elenco di attività stanziabili in garanzia;
4. l'offerta di liquidità in valuta estera (in particolare dollari USA);
5. acquisti definitivi nel mercato delle obbligazioni garantite.

Tutte queste misure si rivolgono al settore bancario. Mentre le prime quattro concernono la fornitura di liquidità in euro e in valuta estera, la decisione di acquistare in via definitiva obbligazioni garantite è stata adottata al fine di sostenere il relativo comparto, il quale costituisce un importantissimo mercato finanziario in Europa e una fonte primaria di finanziamento per le banche. Quest'ultima misura ha favorito le emissioni primarie e compresso gli *spread* di questo mercato, che si trovavano su livelli particolarmente alti.

Le misure di maggiore sostegno al credito costituiscono la direzione intrapresa dalla BCE nella formulazione di politiche non convenzionali per far fronte alla recente crisi finanziaria. Esse non sono comparabili a quelle di "allentamento creditizio" della Federal Reserve USA o di "allentamento quantitativo" della Banca del Giappone e della Bank of England. Le principali banche centrali del mondo, infatti, pur perseguendo lo stesso scopo, hanno dovuto agire in economie e contesti istituzionali molto diversi. Ad esempio, negli Stati Uniti sono i mercati finanziari, e non le banche, la principale fonte di finanziamento esterno per le imprese. Ciò spiega perché in tale paese l'accento sia stato posto in misura molto maggiore sugli acquisti definitivi nei mercati finanziari. Inoltre, i diversi assetti istituzionali potrebbero condizionare i quadri operativi delle varie banche centrali.

7) La BCE ha inoltre stipulato accordi di *swap* per il franco svizzero e la corona svedese.

L'ALLENTAMENTO TEMPORANEO DELLO STRETTO LEGAME FRA TASSI UFFICIALI E TASSI DI MERCATO

Nelle circostanze eccezionali create dalla crisi la segnalazione dell'indirizzo di politica monetaria è divenuta molto più ardua. Lo stretto legame che intercorre normalmente fra il tasso di rifinanziamento principale e i tassi del mercato monetario ha assunto una forma diversa e più complessa. La decisione di passare a una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento (anziché fornire liquidità tramite aste competitive) e quella di estendere a dodici mesi la scadenza massima delle operazioni per un periodo transitorio – ma prolungato – si sono rese necessarie al fine di attenuare gli effetti delle disfunzioni nel mercato monetario. La forte domanda di liquidità degli operatori di mercato, che è stata pienamente soddisfatta dall'Eurosistema, ha spinto i tassi del mercato monetario *overnight* su livelli significativamente inferiori al tasso di rifinanziamento principale e relativamente prossimi al tasso sui depositi presso la banca centrale. Sotto questo aspetto, le misure non convenzionali hanno temporaneamente alterato la relazione fra le decisioni e le operazioni di politica monetaria. Nelle circostanze eccezionali che si fronteggiavano, il nuovo posizionamento del tasso del mercato monetario *overnight* è stato ritenuto accettabile in quanto mezzo per contribuire a controbilanciare le disfunzioni del mercato monetario e, in particolare, il livello eccezionalmente elevato dei differenziali dei tassi del mercato monetario a termine. In tale contesto, il tasso sui depositi presso la banca centrale ha assunto un ruolo più preminente che in passato relativamente all'Eonia e ad altri tassi di interesse del mercato monetario a brevissimo termine.

UN ORIENTAMENTO MIRATO ALLA STABILITÀ DEI PREZZI

La risposta di politica monetaria alla crisi finanziaria è stata mirata al conseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine è infatti essenziale al fine di promuovere una crescita sostenibile e l'occupazione, e di contribuire alla stabilità finanziaria.

Le azioni della BCE hanno favorito sia l'accesso del settore bancario alla liquidità, sia la ripresa dell'economia dell'area dell'euro, permettendo così l'attuazione di un indirizzo di politica monetaria appropriato al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine. Le misure adottate in risposta all'intensificarsi della crisi finanziaria hanno concorso alla normalizzazione delle condizioni economiche e finanziarie. In particolare, gli interventi dell'Eurosistema hanno favorito i flussi di credito all'economia grazie a fattori sia di offerta (specie allentando le pressioni dal lato della provvista per il settore bancario) sia di domanda (tramite il livello bassissimo dei tassi di interesse). Inoltre, reiterando il suo fermo impegno al conseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi e la disponibilità ad agire con prontezza, e comportandosi di conseguenza, la BCE si è proposta come ancora di stabilità in un momento di acuita incertezza. Ciò ha avuto un ruolo strumentale nell'alimentare la fiducia in un contesto di previsioni di debolissima attività economica nel breve periodo. Nell'arco dell'intera crisi, le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro sono rimaste saldamente ancorate su livelli in linea con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dal Consiglio direttivo, ossia con tassi di inflazione inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio periodo.

4 LA RIMOZIONE DELLE MISURE NON CONVENZIONALI

Il perseguimento dell'obiettivo primario di stabilità dei prezzi ha richiesto che in risposta alle modeste pressioni inflazionistiche osservate durante la crisi finanziaria la politica monetaria fosse attuata mediante misure sia convenzionali sia non convenzionali. Specularmente, esso implica quale obiettivo naturale anche il ritorno a un contesto di politica monetaria più normale.

Tutte le misure non convenzionali adottate sono state concepite contemplando fin dal principio la loro rimozione. Gran parte di esse si esaurisce naturalmente in assenza di una decisione esplicita di proroga. Inoltre, la BCE ha la facoltà di

intervenire ogniqualvolta lo ritenga necessario. In particolare, il suo elevato grado di indipendenza istituzionale le consente di agire liberamente nell'attuazione delle decisioni opportune e il suo quadro operativo incorpora il necessario margine di flessibilità. Grazie anche alle misure adottate dalla BCE, le condizioni finanziarie si sono dapprima stabilizzate e sono in seguito migliorate. Le circostanze eccezionali che hanno indotto il Consiglio direttivo ad adottare provvedimenti non convenzionali verranno gradualmente meno, e le misure straordinarie di sostegno alla liquidità diventeranno meno necessarie che in passato.

In considerazione di ciò, il Consiglio direttivo ha deciso nella sua riunione del 3 dicembre 2009 di revocare gradualmente, a partire dal primo trimestre del 2010, le misure non convenzionali ritenute non più necessarie, mantenendo al tempo stesso in vigore altre componenti. In particolare, saranno via via ridotti il numero e la frequenza delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. L'ultima operazione a dodici mesi è stata condotta nel dicembre del 2009, mentre nel marzo del 2010 avrà luogo l'ultima operazione a sei mesi; il numero di operazioni a tre mesi sarà ridotto a cominciare dal primo trimestre del 2010.

La decisione di avviare la graduale rimozione di queste misure riflette, come già accennato, i miglioramenti osservati nelle condizioni finanziarie. I mercati monetari stanno funzionando meglio, e i precedenti tagli dei tassi di riferimento della BCE stanno trovando crescente riscontro nei tassi di interesse sui prestiti bancari alle famiglie e alle imprese, a indicare che il meccanismo di trasmissione è stato sostanzialmente ripristinato. In tale contesto, la graduale revoca di alcune misure non convenzionali non dovrebbe avere effetti negativi sulle condizioni di finanziamento.

Al tempo stesso i tempi della decisione di iniziare a rimuovere tali misure riflettono il fatto che nelle circostanze attuali la loro proroga integrale accrescerebbe il rischio di effetti collaterali avversi. Il miglioramento delle condizioni

finanziarie permette alle banche di ricominciare a svolgere in parte il loro ruolo "normale" nel mercato monetario, riducendo così quello di intermediazione assunto dall'Eurosistema. Mantenere in vigore tutte le misure non convenzionali in circostanze che non lo richiedono più potrebbe provocare distorsioni quali un eccessivo affidamento sulla liquidità di emergenza della banca centrale e problemi connessi di azzardo morale. Inoltre, la proroga dell'insieme degli elementi del maggiore sostegno al credito in un contesto di condizioni finanziarie migliorate potrebbe indebolire gli incentivi finanziari alla ristrutturazione dei bilanci bancari e ritardare le necessarie correzioni. In presenza di tassi di interesse accomodanti, un eccesso di liquidità potrebbe altresì condurre a un'eccessiva assunzione di rischi.

La decisione di revocare alcune delle misure non convenzionali riflette l'approccio graduale adottato dalla BCE. Questi primi provvedimenti consentiranno di tenere conto della reazione delle condizioni finanziarie e degli operatori dei mercati finanziari di fronte al ridimensionamento del ruolo di intermediario nel mercato monetario assunto dalla BCE. Inoltre, anche il protratto grado elevato di incertezza e la mano ferma utilizzata dalla BCE depongono a favore di un approccio graduale.

In particolare, il fatto che si sia cominciato a rimuovere le misure non convenzionali non comporta l'interruzione della politica di maggiore sostegno al credito. L'Eurosistema continuerà a fornire liquidità al sistema bancario a condizioni molto vantaggiose. Al contempo l'economia sta continuando a beneficiare della progressiva traslazione dei precedenti tagli apportati ai tassi di interesse di riferimento della BCE. Di fronte al miglioramento delle condizioni finanziarie ed economiche, la revoca delle misure non convenzionali non dovrebbe necessariamente comportare un inasprimento dell'indirizzo di politica monetaria.

In prospettiva, la rimozione graduale delle misure non convenzionali consentirà il progressivo ritorno a un'attuazione più ordinaria della

politica monetaria. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dovrebbe riacquisire il suo ruolo centrale nella segnalazione e nell'attuazione dell'orientamento di politica monetaria e, di conseguenza, nella valutazione dell'orientamento stesso. Ciò consentirà il pieno ripristino di una chiara distinzione fra le decisioni di politica monetaria da un lato e la loro attuazione dall'altro, il che agevolerà l'attuazione della politica monetaria permettendo alle relative decisioni di ripercuotersi nel modo più rapido e accurato possibile sui tassi del mercato monetario a breve termine nella prima fase del processo di trasmissione. Va notato che il quadro operativo è flessibile, e consente di controllare i tassi di interesse anche senza la revoca delle misure non convenzionali. In un'ottica prospettica, le misure straordinarie di liquidità che si riveleranno meno necessarie saranno progressivamente rimosse al momento opportuno. Al fine di contrastare efficacemente eventuali minacce alla stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, alcune misure verranno revocate quando se ne rivelerà la necessità. In tal modo, il Consiglio direttivo continuerà ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine.

5 CONCLUSIONI

La BCE valuta l'orientamento della politica monetaria sulla base di un approccio lungimirante di ampio respiro. I vantaggi di tale approccio sono emersi con particolare evidenza durante la crisi finanziaria. In particolare, esso ha per-

messo ai *policy-maker* di ricavare efficacemente una valutazione degli andamenti di fondo e dei relativi rischi per la stabilità dei prezzi in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza. Le prospettive per la stabilità dei prezzi sono radicalmente cambiate nel corso della crisi. Di fronte a tali cambiamenti, la BCE ha reagito abbassando vigorosamente e rapidamente i tassi di riferimento. Inoltre, le disfunzioni dei mercati monetari hanno affievolito la capacità della politica monetaria di influenzare tali prospettive per il solo tramite della manovra dei tassi di interesse. Pertanto, allo scopo di favorire l'efficace trasmissione della politica monetaria e di attutire l'impatto sull'economia reale e sulle prospettive di inflazione di medio periodo, la BCE ha adottato varie misure non convenzionali. Il suo maggiore sostegno al credito ha inteso garantire il flusso di credito a famiglie e imprese.

Per via della loro natura eccezionale, le misure non convenzionali devono essere gradualmente rimosse una volta che le condizioni dei mercati finanziari si siano normalizzate e la trasmissione della politica monetaria abbia ripreso a funzionare normalmente. Una loro proroga eccessiva darebbe luogo a distorsioni e non fornirebbe al settore bancario gli incentivi idonei a promuovere una crescita economica sostenibile e un'evoluzione stabile dei prezzi nel più lungo periodo. Allo stesso tempo gli effetti dei considerevoli tagli apportati ai tassi di interesse ufficiali e della politica di maggiore sostegno al credito continueranno a traslarsi all'economia anche dopo l'avvio della fase di rimozione delle misure non convenzionali.

LE RELAZIONI DELLA BCE CON LE ISTITUZIONI E GLI ORGANI DELL'UNIONE EUROPEA: EVOLUZIONE E PROSPETTIVE



Sono trascorsi oltre dieci anni dall'introduzione dell'euro e dalla creazione della Banca centrale europea (BCE). Il presente articolo passa in rassegna l'evoluzione delle relazioni della BCE, nel quadro della sua indipendenza e della sua responsabilità per la politica monetaria unica dell'area dell'euro, con le istituzioni e gli organi pertinenti dell'Unione europea (UE) nel corso di questo periodo. Individua quattro tendenze comuni: l'accresciuta frequenza d'interazione; l'ampliamento delle tematiche trattate; l'approfondimento delle discussioni, con un maggior numero di contributi della BCE, e l'aumento del numero di deliberazioni specifiche nella composizione dell'area dell'euro. L'assetto istituzionale dell'Unione economica e monetaria (UEM), stabilito dal Trattato di Maastricht e saldamente basato sull'indipendenza della BCE, si è quindi dimostrato solido. Il Trattato di Lisbona offre opportunità per affinare ulteriormente la governance economica, che andrebbero colte appieno dalle parti interessate.

I INTRODUZIONE

Con l'introduzione dell'euro, gli Stati membri dell'UE che hanno adottato la moneta unica hanno conseguito quello che il Trattato di Lisbona elenca come uno degli obiettivi dell'Unione: "un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro". L'UEM segna una svolta nel collegamento tradizionale tra una valuta e lo Stato nazionale. La realizzazione dell'UEM comporta il trasferimento della politica monetaria e di cambio a livello dell'UE, mentre le politiche economiche rimangono in larga misura nella sfera di competenza degli Stati membri e sono soggette a procedure di coordinamento. Al fine di assicurare l'ordinato funzionamento dell'UEM attraverso un'efficace interazione tra i responsabili delle politiche economiche nazionali e sovranazionali coinvolti, è stato costituito un apposito assetto istituzionale, che equivale agli accordi esistenti all'interno di uno Stato nazionale. Il Trattato che istituisce la Comunità europea, dal 1° dicembre 2009 il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFEU) e in prosieguo "il Trattato", stabilisce una stretta interazione tra la BCE, nel pieno rispetto delle sue prerogative e della sua indipendenza, e gli altri responsabili delle politiche economiche dell'UE, che spazia dalla consultazione attraverso il dialogo sulle politiche economiche a competenze sulla regolamentazione. Entro i confini delimitati dal Trattato, queste relazioni si sono evolute nel tempo in risposta alle sfide che si sono presentate, contribuendo così all'ordinato funzionamento dell'UEM.

Questo articolo presenta una visione d'insieme dei rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi

dell'UE fino a oggi¹⁾. Dapprima ne descrive brevemente i fondamenti politici, economici e finanziari. Passa poi in rassegna le modalità in cui le interazioni della BCE con le istituzioni e gli organi pertinenti dell'UE si sono evolute negli ultimi dieci anni e individua alcune tendenze comuni. Particolare attenzione è rivolta ai cambiamenti osservati dall'inizio delle turbolenze finanziarie, nell'estate del 2007. In conclusione, l'articolo considera le prospettive future delle relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'UE, in particolare alla luce delle implicazioni del Trattato di Lisbona.

2 I FONDAMENTI ALLA BASE DELLE RELAZIONI DELLA BCE CON LE ISTITUZIONI E GLI ORGANI DELL'UE

La BCE occupa una posizione particolare all'interno dell'assetto istituzionale dell'UE, date le sue specifiche funzioni e l'indipendenza di cui gode. Le interazioni con le istituzioni e gli organi dell'UE poggiano su chiari principi e disposizioni giuridiche che ne rispecchiano i fondamenti politici, economici e finanziari.

2.1 FONDAMENTO POLITICO: L'INDIPENDENZA

Il Trattato conferisce alla BCE il mandato chiaro e inequivocabile di mantenere la stabilità dei

1) Cfr. anche l'articolo *I rapporti della BCE con le istituzioni e gli organi della Comunità europea* nel numero di ottobre 2000 di questo Bollettino nonché la sezione dedicata all'interno del numero speciale di questo Bollettino pubblicato in occasione del decimo anniversario della BCE.

prezzi. Accorda alla BCE la piena indipendenza da interferenze politiche nell'adempimento del suo mandato. Dal momento che queste disposizioni sono sancite sia dal Trattato sia dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della BCE, anziché dalla legislazione ordinaria, esse hanno acquisito un valore "costituzionale". Una banca centrale indipendente, avulsa dal processo decisionale politico, è infatti in una migliore posizione per conseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, poiché può guardare ad orizzonti temporali di più lungo termine, mentre i politici si pongono obiettivi di più breve periodo in linea con i cicli delle consultazioni elettorali. L'evidenza empirica nei vari paesi e in lunghi archi temporali conferma che una maggiore indipendenza della banca centrale è associata a una più bassa inflazione media²⁾. Il rispetto per l'indipendenza della BCE comporta il fatto che le relazioni della BCE con altri organi responsabili delle politiche economiche non possono andare oltre un dialogo non vincolante. In particolare, non vi può essere alcun coordinamento a priori della politica monetaria con la politica economica, giacché questa circostanza confonderebbe la ripartizione dei compiti tra i vari organismi e ciò, a sua volta, indebolirebbe la responsabilità per il loro operato.

Il Trattato conferisce alla BCE la competenza esclusiva per la politica monetaria dell'area dell'euro. Alla BCE pertanto è stato affidato l'aspetto essenziale della sovranità monetaria. Al pari di qualunque altra banca centrale indipendente, la BCE deve sottoporre le proprie azioni e decisioni al pubblico e dimostrare che "agisce nei limiti delle attribuzioni che le sono conferite dai Trattati" (articolo 13 del Trattato sull'Unione europea). È pertanto chiamata a spiegare e giustificare ai cittadini europei e ai loro rappresentanti eletti come utilizza i poteri e le prerogative che le sono conferiti per perseguire i suoi obiettivi; in sintesi, deve render conto del proprio operato. La trasparenza è al servizio della responsabilità: un fermo impegno a favore della trasparenza impone autodisciplina ai responsabili della politica monetaria, contribuendo ad assicurare che le loro decisioni e

spiegazioni pubbliche in materia di politica monetaria siano coerenti nel tempo. Ciò, a sua volta, promuove anche la credibilità delle politiche pubbliche. È pertanto nell'interesse della BCE stessa garantire l'accettazione da parte dell'opinione pubblica dell'indipendenza della BCE e assicurare che le sue decisioni siano spiegate in maniera adeguata.

Di conseguenza, sia il Trattato sia lo Statuto del SEBC e della BCE contemplano una serie di disposizioni che fissano gli obblighi di rendiconto della BCE (per maggiori dettagli cfr. il riquadro, in cui sono riportate le principali disposizioni giuridiche che disciplinano le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'UE). La BCE deve presentare al Parlamento europeo, al Consiglio dell'Unione europea (Consiglio UE), alla Commissione europea e al Consiglio europeo un rapporto annuale sulla politica monetaria e sulle altre attività svolte. Inoltre, il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa.

Infine, la BCE va oltre gli obblighi di rendiconto stabiliti dal Trattato e si preoccupa di svolgere un'attività di comunicazione efficace e periodica a favore del grande pubblico, attraverso conferenze stampa, discorsi tenuti dai membri del Comitato esecutivo, il Bollettino mensile e una serie di altre pubblicazioni connesse a compiti specifici.

2.2 FONDAMENTO ECONOMICO: IL CORRETTO ASSOLVIMENTO DEI COMPITI DELLA BCE

Oltre a questi doveri di rendiconto, le relazioni tra la BCE e le istituzioni e gli organi dell'UE hanno anche un fondamento economico e funzionale. La BCE, in qualità di banca

2) Cfr., fra l'altro, Alesina, A. e L. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, 25:2.

centrale dell'area dell'euro, è in contatto con le autorità e le parti sociali a livello europeo. Nel contesto europeo, questa interazione è resa più complessa a causa della ripartizione delle responsabilità politiche ai diversi livelli di governo, sia sovranazionale che nazionale. Gli operatori economici attivi a livello nazionale esercitano un impatto significativo sull'andamento dei prezzi attraverso meccanismi quali la contrattazione salariale o la politica di bilancio. Il dialogo regolare tra la BCE e gli altri soggetti responsabili delle politiche economiche offre l'opportunità alla BCE di arricchire il suo ventaglio di informazioni e

di spiegare il corso della sua politica monetaria, nonché alle sue controparti di migliorare la comprensione sia delle azioni della BCE sia del modo in cui le loro stesse azioni si ripercuotono sul processo di trasmissione della politica monetaria. La BCE può così fornire un punto di riferimento affidabile per le decisioni dei singoli partecipanti al processo economico. Inoltre, per i compiti in cui la BCE condivide le competenze con altre istituzioni od organi dell'UE, ad esempio nel settore statistico, il Trattato prevede esplicitamente la cooperazione tra la BCE e le istituzioni o gli organi interessati.

Riquadro

TESTI GIURIDICI RILEVANTI IN MATERIA DI RELAZIONI DELLA BCE CON LE ISTITUZIONI E GLI ORGANI DELL'UNIONE EUROPEA

Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Articolo 284

1. Il Presidente del Consiglio e un membro della Commissione possono partecipare, senza diritto di voto, alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE.

Il Presidente del Consiglio può sottoporre una mozione alla delibera del Consiglio direttivo della BCE.

2. Il Presidente della BCE è invitato a partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo quando quest'ultimo discute su argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti del SEBC.

3. La BCE trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sull'attività del SEBC, nonché sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il Presidente della BCE presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale. Il Presidente della BCE e gli altri membri del Comitato esecutivo possono, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo.

Articolo 134

1. Per promuovere il coordinamento delle politiche degli Stati membri in tutta la misura necessaria al funzionamento del mercato interno, è istituito un comitato economico e finanziario.

2. (...) Gli Stati membri, la Commissione e la BCE nominano ciascuno non più di due membri del comitato.

Risoluzione del Consiglio europeo del 13 dicembre 1997 sul coordinamento delle politiche economiche nella Terza fase dell'UEM e sugli articoli 138, 219 e 284 del trattato (ex articoli 111 e 113)

(...) I ministri degli Stati membri partecipanti all'area dell'euro possono riunirsi in modo informale per discutere su questioni connesse con le competenze specifiche che condividono in materia di moneta unica. La Commissione e, se del caso, la Banca centrale europea, sono invitate a partecipare alle riunioni.

(...) Il Comitato economico e finanziario, che sarà composto di alti funzionari delle banche centrali e della BCE nonché dei ministeri delle finanze nazionali, costituirà il quadro in cui il dialogo potrà essere preparato e sviluppato a livello di alti funzionari.

Conclusioni della presidenza del Consiglio europeo di Colonia (giugno 1999)

(...) Il Consiglio europeo ritiene necessario, oltre ai processi di Lussemburgo e di Cardiff, istituire un dialogo macroeconomico periodico (processo di Colonia) nell'ambito del Consiglio Ecofin in cooperazione con il Consiglio "Lavoro e affari sociali" e con la partecipazione dei rappresentanti di entrambe le composizioni del Consiglio, della Commissione, della Banca centrale europea e delle parti sociali.

2.3 FONDAMENTO FINANZIARIO: ASSICURARE UNA SANA GESTIONE FINANZIARIA

La verifica della gestione finanziaria e dell'integrità della BCE riveste un'importanza fondamentale, in quanto le funzioni che espleta riguardano il denaro dei contribuenti. Lo Statuto del SEBC e della BCE prevede due livelli di controllo esterno: da un lato, revisori esterni indipendenti sono incaricati di verificare il bilancio della BCE (articolo 27.1); dall'altro, la Corte dei conti europea esamina l'efficienza operativa della gestione della BCE (articolo 27.2). Il rapporto annuale della Corte dei conti europea e la risposta della BCE sono pubblicati sul sito Internet della BCE e sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

Inoltre, la BCE rientra nel raggio d'azione del regime antifrode istituito dal Parlamento europeo e dal Consiglio UE alla fine degli anni '90. Con il "regolamento OLAF"³⁾ sono state introdotte, fra l'altro, le indagini interne su casi sospetti di frode presso le istituzioni e gli organi dell'UE condotte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF), un servizio di indagine indipendente in seno alla Commissione europea. Nel giugno

2004 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una decisione che stabilisce le norme secondo le quali l'OLAF deve condurre le indagini interne. Secondo tali disposizioni, i poteri d'indagine dell'OLAF sono applicabili a tutte le funzioni della BCE e la BCE si è impegnata a fornire piena collaborazione all'OLAF nella lotta contro la frode.

3 DIECI ANNI DI RELAZIONI

Nel contesto dei fondamenti politici, economici, finanziari e giuridici alla base dell'interazione tra una BCE indipendente e le istituzioni e gli organi pertinenti dell'Unione europea, questa sezione illustra tali relazioni e ne ricostruisce l'evoluzione nel tempo.

3.1 IL PARLAMENTO EUROPEO

Il Parlamento europeo, quale istituzione che trae la sua legittimità direttamente dai cittadini del-

3) Regolamento (CE) n. 1073/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 maggio 1999, relativo alle indagini svolte dall'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF).

4) Per maggiori informazioni, cfr. il Rapporto annuale della BCE.

l'Unione europea, è al centro degli obblighi di rendiconto della BCE. Il Presidente della BCE si presenta quattro volte l'anno dinanzi alla Commissione per gli affari economici e monetari (Commissione ECON). In aggiunta, il Presidente e altri membri del Comitato esecutivo della BCE compaiono dinanzi alla stessa Commissione per discutere di argomenti specifici⁴⁾. Inoltre, e soprattutto, il Presidente si presenta almeno una volta all'anno dinanzi alla sessione plenaria del Parlamento europeo per presentare il Rapporto annuale della BCE. Infine, il Parlamento europeo viene consultato sulla nomina del Presidente, del Vicepresidente e degli altri membri del Comitato esecutivo della BCE.

Negli ultimi dieci anni, le relazioni della BCE con il Parlamento europeo hanno ampliato la sfera di competenza e si sono intensificate. Oltre alla periodica valutazione della situazione economica dell'area dell'euro e dell'orientamento di politica monetaria, vari scambi di opinioni hanno coperto un numero crescente di argomenti, quali l'allargamento dell'area dell'euro, la cooperazione internazionale, i sistemi di pagamento e regolamento, la stabilità e la vigilanza finanziaria. Quest'ultimo tema ha accresciuto la sua rilevanza, soprattutto dall'inizio della crisi finanziaria. Nelle sue varie risoluzioni sugli andamenti economici e finanziari nell'Unione europea, il Parlamento europeo ha riconosciuto la tempestività e l'incisività delle azioni intraprese dalla BCE nel gestire le turbolenze finanziarie e ha auspicato un potenziamento del ruolo della BCE nel campo della stabilità finanziaria.

Queste relazioni si sono inoltre approfondite nel tempo. Oltre all'interazione e allo scambio di opinioni con i membri della Commissione ECON stessa, la BCE ha mantenuto relazioni costruttive con il Parlamento europeo ai massimi livelli, ad esempio mediante incontri periodici tra i presidenti delle due istituzioni. La BCE ha anche sostenuto l'operato del Parlamento europeo per migliorare la cooperazione interparlamentare attraverso il coinvolgimento dei parlamenti nazionali degli Stati membri dell'UE, ad esempio spiegando le azioni della BCE durante

la crisi finanziaria nel corso di un Incontro Parlamentare congiunto.

La BCE ha poi istituito su base volontaria la prassi di rispondere per iscritto alle interrogazioni provenienti da tutti gli europarlamentari, convogliate dal presidente della Commissione ECON, su questioni connesse agli ambiti di competenza della BCE. La BCE considera fondamentale questa prassi, giacché fornisce un riscontro su questioni di attualità sollevate dai rappresentanti dei cittadini dell'UE e, quindi, dalla collettività. Questa costante interazione offre altresì un'opportunità di rispondere ai timori dei cittadini dell'UE e di trasmettere messaggi importanti agli europarlamentari. La BCE informa altresì il Parlamento europeo sulle azioni intraprese nel dar seguito ai suggerimenti contemplati dalla risoluzione del Parlamento europeo sul Rapporto annuale della BCE. Negli anni recenti, le audizioni del Presidente della BCE alla sessione plenaria hanno anche annoverato la presenza del Commissario per gli affari economici e monetari nonché del Presidente dell'Eurogruppo e, pertanto, sono diventate un'occasione per una trattazione esaustiva delle questioni di politica economica dell'area dell'euro. Infine, negli ultimi anni una delegazione della Commissione ECON ha visitato con regolarità la BCE per scambiare opinioni con i membri del Comitato esecutivo su diverse tematiche.

In aggiunta a queste relazioni istituzionali formali a livello di politica economica, la BCE e il Parlamento europeo intrattengono strette relazioni operative. In questo contesto, il personale della BCE ha prestato consulenza al Parlamento europeo, su richiesta, in merito a questioni tecniche (quali la contraffazione delle banconote in euro, i requisiti patrimoniali e le statistiche), nello spirito di una autentica collaborazione reciproca tra le istituzioni dell'UE.

3.2 IL CONSIGLIO ECOFIN, L'EUROGRUPPO E I RELATIVI COMITATI PREPARATORI

3.2.1 IL CONSIGLIO ECOFIN

Il Consiglio Ecofin è il centro di coordinamento delle politiche economiche degli Stati

membri (come dichiarato nella risoluzione del Consiglio europeo del 13 dicembre 1997). La BCE è invitata a partecipare alle riunioni del Consiglio Ecofin ogniqualvolta sono trattati argomenti relativi agli obiettivi e ai compiti della BCE. Tali argomenti comprendono, fra l'altro, gli indirizzi di massima per le politiche economiche, la riforma del quadro di riferimento europeo di regolamentazione e vigilanza nonché la rappresentanza esterna dell'Unione europea nei consessi internazionali. Il Presidente della BCE presenta inoltre al Consiglio Ecofin il Rapporto sulla convergenza della BCE nel contesto dell'esame biennale del grado di convergenza dei paesi ancora esterni all'area dell'euro e fornisce informazioni sui preparativi per l'introduzione delle banconote e delle monete in euro.

Le relazioni tra il Consiglio Ecofin e la BCE non hanno una direzione univoca. Il Trattato (e lo Statuto del SEBC e della BCE) prevedono esplicitamente la facoltà del Presidente del Consiglio Ecofin di partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo e del Consiglio generale della BCE. In pratica, il Presidente dell'Eurogruppo presenzia alle riunioni del Consiglio direttivo. Allo stesso tempo il Trattato esclude espressamente il diritto di voto per il Presidente del Consiglio Ecofin quando partecipa alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE. Questa interazione ai massimi livelli favorisce il flusso di informazioni tra tutte le parti coinvolte, promuove la reciproca comprensione delle rispettive opinioni in materia di politica economica e consente un dialogo su questioni di comune interesse, nel pieno rispetto delle rispettive responsabilità.

Oltre agli incontri mensili formali, il Consiglio Ecofin si riunisce anche a livello informale ogni sei mesi, offrendo l'occasione di un franco e aperto dibattito su argomenti di attualità. Il Presidente e il Vicepresidente della BCE partecipano a queste riunioni informali, assieme ai governatori delle banche centrali nazionali (BCN) del SEBC, che accompagnano i ministri economici e finanziari dei rispettivi Stati membri.

Considerando in retrospettiva come è evoluta l'interazione negli ultimi dieci anni, dall'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 si evidenzia una sensibile intensificazione. Dalla creazione della BCE nel 1998 fino all'inizio delle turbolenze finanziarie la partecipazione della BCE a livello di Comitato esecutivo alle riunioni del Consiglio Ecofin è avvenuta in occasioni determinate, legate alla discussione di argomenti specifici prossimi alla sfera di competenza della BCE (come ad esempio, oltre alle tematiche menzionate, le questioni relative all'introduzione di banconote e monete in euro, l'introduzione della procedura Lamfalussy per la regolamentazione e la vigilanza finanziaria, nonché l'attuazione e la riforma del Patto di stabilità e crescita). Dall'inizio delle turbolenze nell'agosto 2007 è sorta la necessità di un dialogo più intenso tra la BCE e il Consiglio Ecofin, che si è riflessa in una più assidua presenza del Presidente e/o del Vicepresidente della BCE alle riunioni del Consiglio Ecofin. In media hanno presenziato almeno a una riunione formale su due del Consiglio Ecofin, nonché alle riunioni aggiuntive informali convocate dalla presidenza di turno del Consiglio UE nel contesto della crisi finanziaria⁵⁾. Oltre alla maggiore presenza alle riunioni, in varie circostanze il Consiglio Ecofin ha invitato la BCE, talvolta congiuntamente alla Commissione europea, a fornire consulenza e analisi in relazione, ad esempio, a indirizzi comuni per l'UE sulla definizione dei pacchetti di salvataggio nazionali per le banche, delle garanzie governative a favore del debito bancario e dei programmi di sostegno agli attivi delle banche.

Un ulteriore esempio dell'intensificarsi dell'interazione tra la BCE e le istituzioni e gli organi europei è la creazione di una "unità di crisi finanziaria" (che comprende il Presidente della BCE, congiuntamente alle BCN, il Presidente della Commissione europea, il Presidente dell'Eurogruppo, la presidenza di turno, nonché i

5) Come quella richiesta dalla presidenza francese nel dicembre 2008 e quella richiesta dalla presidenza svedese dell'UE nel settembre 2009 nella fase preparatoria al vertice di Pittsburgh del 24-25 settembre 2009.

ARTICOLI

Le relazioni
della BCE
con le istituzioni
e gli organi
dell'unione europea:
evoluzione
e prospettive

governi degli Stati membri) per consentire all'UE di adottare misure rapide ed efficaci di risposta alle crisi.

3.2.2 L'EUROGRUPPO

L'Eurogruppo è un organo informale composto dai ministri delle finanze dei paesi dell'area dell'euro, che costituisce un forum di discussione tra i governi su "questioni connesse con le competenze specifiche che condividono in materia di moneta unica" (Conclusioni del Consiglio europeo di Lussemburgo, 1997). In genere, l'Eurogruppo si riunisce una volta al mese, alla vigilia della riunione del Consiglio Ecofin. Il Commissario per le questioni economiche e monetarie e il Presidente della BCE, solitamente accompagnato dal Vicepresidente, prendono regolarmente parte alle riunioni dell'Eurogruppo. Le riunioni dell'Eurogruppo creano le premesse per un dialogo aperto in un clima di fiducia e rispetto reciproci.

Nonostante la natura informale, sono state introdotte una serie di modifiche negli ultimi dieci anni al fine di migliorare l'organizzazione delle riunioni e accrescere la visibilità dell'Eurogruppo. Ad esempio, dal 2005 l'Eurogruppo elegge un presidente con un mandato di due anni, assicurando così maggiore continuità sia all'interno che verso l'esterno. Inoltre, immediatamente dopo gli incontri si tiene una conferenza stampa, durante la quale il Presidente dell'Eurogruppo, insieme al Commissario per gli affari economici e monetari, nonché, se del caso, al Presidente della BCE, comunica i risultati della riunione dell'Eurogruppo. Soprattutto sulle questioni per le quali un messaggio univoco da tutti i partecipanti alla riunione riveste particolare importanza, l'Eurogruppo si propone anche di stabilire le modalità fondamentali della comunicazione esterna delle sue decisioni. Infine, è stato istituito un dialogo periodico tra il Presidente dell'Eurogruppo e il Parlamento europeo.

Nel tempo, i temi trattati dall'Eurogruppo si sono gradualmente estesi. Oltre alle discussioni sulla situazione economica e sulle politiche di bilancio, l'Eurogruppo esamina anche sempre

più spesso le politiche strutturali, prestando particolare attenzione alle questioni di fondamentale importanza per l'area dell'euro e al funzionamento regolare e sostenibile dell'unione monetaria (come la dinamica salariale e l'andamento della competitività, i differenziali di inflazione e crescita, nonché l'evoluzione dei prezzi delle materie prime). Inoltre, l'Eurogruppo ha di recente affrontato anche questioni relative al settore finanziario, soprattutto nel contesto della crisi finanziaria. La frequenza, la portata e la profondità del dibattito su tali questioni sono cresciute negli anni.

L'Eurogruppo ha anche dimostrato di essere un mezzo appropriato per predisporre un approccio comune dell'area dell'euro alle decisioni del Consiglio Ecofin su questioni strettamente connesse alla stessa area dell'euro, quali la nomina dei membri del Comitato esecutivo della BCE, la sezione specifica degli indirizzi di massima per le politiche economiche riservata all'area dell'euro, le decisioni del Consiglio nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE) riguardante un paese dell'area dell'euro, ecc. Le riunioni dell'Eurogruppo sono anche servite da piattaforma per le discussioni strategiche sull'allargamento dell'area dell'euro. Il Presidente dell'Eurogruppo partecipa ai principali consessi finanziari internazionali, in particolare le riunioni del G7 e dell'International Monetary and Financial Committee, insieme al Presidente della BCE.

3.2.3 IL COMITATO ECONOMICO E FINANZIARIO

Il Comitato economico e finanziario (CEF) è un organo consultivo, istituito dal Trattato stesso (cfr. riquadro), che contribuisce alla preparazione dei lavori del Consiglio Ecofin. Gli Stati membri dell'UE, la Commissione europea e la BCE nominano ciascuno non più di due membri e due sostituti del Comitato. I membri del CEF designati dalla BCE sono membri del Comitato esecutivo della BCE stessa. I sostituti del CEF si incontrano prima delle riunioni del CEF al fine di preparare le discussioni del Comitato principale. Il CEF ha un mandato molto ampio, che spazia dalla discussione della situazione

economica e degli indirizzi di massima per le politiche economiche alla sorveglianza sulle politiche di bilancio (fra cui gli aggiornamenti annuali dei programmi di stabilità e convergenza e la preparazione delle posizioni europee su varie questioni internazionali). Ai fini delle discussioni e delle decisioni che rientrano nell'ambito dei nuovi accordi europei di cambio (AEC II), il CEF si riunisce in una formazione particolare, costituita dai membri del CEF delle amministrazioni nazionali, dai membri del CEF delle banche centrali non appartenenti all'area dell'euro, da due rappresentanti della BCE, da due rappresentanti della Commissione europea e dal Presidente dei sostituti.

Negli ultimi dieci anni si possono individuare due sviluppi principali. Innanzitutto, in risposta all'allargamento dell'Unione europea nel 2004 e al concomitante incremento dei suoi membri, il CEF si è adoperato per migliorare l'efficienza dei suoi lavori. A partire da tale allargamento il CEF si riunisce in due composizioni: una ristretta (senza i rappresentanti delle BCN degli Stati membri dell'UE) e una completa (che include le BCN)⁶. In secondo luogo, il CEF ha significativamente intensificato l'analisi e la discussione dei principali temi di politica economica, soprattutto con l'emergere di nuove questioni, ad esempio quelle connesse all'allargamento dell'UE e dell'area dell'euro (fra cui i programmi per la competitività e la bilancia dei pagamenti) nonché l'affermarsi delle questioni di stabilità finanziaria.

Per queste ultime sono state istituite formazioni particolari, la principale delle quali è il "Tavolo per la stabilità finanziaria" (*Financial Stability Table*, FST). Il CEF-FST si riunisce due volte all'anno, prima delle due riunioni informali del Consiglio Ecofin di cui prepara le discussioni sulla valutazione della stabilità finanziaria nell'UE. Ai fini di un dibattito adeguatamente informato, a queste deliberazioni sono invitati partecipanti aggiuntivi: i presidenti del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria, del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, del Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicu-

razioni e delle pensioni aziendali o professionali, nonché del Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC. Infine, il CEF si avvale anche del contributo del Comitato per i servizi finanziari, cui partecipa pure la BCE. Durante la crisi finanziaria, e soprattutto al suo culmine, in seguito al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008, le relazioni della BCE con il CEF si sono intensificate per frequenza e vastità degli argomenti trattati, rispecchiando gli sviluppi a livello del Consiglio Ecofin, giacché il CEF ha svolto un ruolo fondamentale nel monitorare e coordinare, talvolta su base giornaliera, la preparazione e l'attuazione dei piani di salvataggio nazionali degli Stati membri nonché dei programmi di sostegno dell'UE e dell'FMI.

Il Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo (Eurogroup Working Group, EWG) è un subcomitato consultivo del CEF, limitato ai rappresentanti dei paesi dell'area dell'euro, della Commissione europea e della BCE e contribuisce alla preparazione dei lavori dell'Eurogruppo.

3.2.4 IL COMITATO DI POLITICA ECONOMICA

Il Comitato di politica economica (CPE) è un altro organo consultivo dell'Unione che partecipa alla preparazione dei lavori del Consiglio Ecofin, in stretta collaborazione con il CEF, concentrandosi specificatamente sulle politiche strutturali tese a incrementare il potenziale di crescita e l'occupazione nell'Unione europea. Gli Stati membri dell'UE, la Commissione europea e la BCE nominano ciascuno due membri del Comitato. La BCE attribuisce la massima importanza all'attuazione delle riforme strutturali negli Stati membri in quanto strumento per accrescere la flessibilità dell'economia, aumentarne la resistenza agli shock di natura economica e in ultima istanza conseguire un tasso di crescita sostenibile nel lungo periodo, nonché un livello di occupazione più elevato. Inoltre, le riforme strutturali sono essenziali per il

⁶ Per maggiori dettagli, cfr. Grosche G. e U. Puetter (2008), "Preparing the Economic and Financial Committee and the Economic Policy Committee for Enlargement", *Journal of European Integration*, 30:4, pagg. 527-543.

corretto funzionamento dell'UEM, poiché i paesi non possono più ricorrere ad alcuni dei meccanismi correttivi disponibili prima dell'UEM per ripristinare la propria competitività. La partecipazione della BCE a questo Comitato rappresenta pertanto un'opportunità per contribuire ai lavori in corso in questo ambito a livello europeo e nazionale, nel pieno rispetto delle rispettive competenze di tutte le parti coinvolte.

I lavori del CPE, dall'avvio dell'UEM, si sono incentrati inizialmente su un numero limitato di argomenti, sostanzialmente connessi alle riforme strutturali, alla produttività e alle riforme dei mercati del lavoro. Con il tempo il Comitato ha anche incominciato a occuparsi di argomenti quali l'energia e il cambiamento climatico, gli andamenti dei prezzi delle materie prime, la riduzione degli oneri amministrativi e le questioni di competitività in un'unione valutaria. Dall'agosto 2005 il CPE si è anche riunito nella composizione di Eurogruppo allo scopo di contribuire alle discussioni di quest'ultimo su tematiche di competenza del CPE. Queste comprendono le riforme strutturali connesse al programma di Lisbona, nonché aspetti strutturali della conduzione delle politiche macroeconomiche, come l'invecchiamento della popolazione e la qualità delle finanze pubbliche.

3.3 LA COMMISSIONE EUROPEA

Date le sue funzioni fondamentali, tra cui il potere di iniziativa legislativa per l'UE e il ruolo di custode dei Trattati dell'UE, la Commissione europea svolge naturalmente un ruolo chiave nel dialogo tra la BCE e i responsabili delle politiche economiche in seno all'Eurogruppo e al Consiglio Ecofin. Il Commissario per gli affari economici e monetari partecipa alle riunioni dell'Eurogruppo e del Consiglio Ecofin. Inoltre, il Trattato (cfr. riquadro) stabilisce che un membro della Commissione europea (generalmente il Commissario per gli affari economici e monetari) possa partecipare alle riunioni del Consiglio direttivo della BCE, pur non avendo diritto di voto né disponendo della facoltà, a differenza del Presidente del Consiglio UE, di

sottoporre una mozione alla delibera. Il Commissario partecipa circa alla metà delle riunioni del Consiglio direttivo della BCE. Questo dialogo è particolarmente importante alla luce del ruolo essenziale svolto dalla Commissione europea nella conduzione delle politiche economiche dell'UE e del fatto che alla Commissione europea è affidata una serie di compiti specifici connessi all'UEM (come la formulazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche, il controllo sulle questioni di bilancio e la presentazione al Consiglio UE di una relazione a tale proposito, nonché la valutazione del grado di convergenza negli Stati membri dell'UE con deroga).

Infine, le due istituzioni hanno sviluppato intensi rapporti di lavoro e un'ampia varietà di contatti, sia periodici sia su aspetti specifici, a livello operativo (ad esempio nei settori delle statistiche e dei sistemi di pagamento e in relazione alla preparazione dei rapporti sulla convergenza). Rispecchiando l'intensificazione delle relazioni con gli organi e i comitati menzionati in precedenza, nel tempo si sono rafforzate e ampliate anche le relazioni con la Commissione europea, soprattutto dopo l'inizio della crisi, durante la quale la Commissione europea ha svolto un ruolo importante nel coordinare la risposta di politica economica a livello europeo e nel prevenire la frammentazione del mercato unico.

3.4 IL CONSIGLIO EUROPEO E IL CONSIGLIO UE NELLA COMPOSIZIONE DEI CAPI DI STATO O DI GOVERNO

Il Consiglio europeo, che riunisce i capi di Stato o di governo degli Stati membri e il Presidente della Commissione europea nonché, dal 1° dicembre 2009, le figure appena istituite del Presidente del Consiglio europeo e dell'Alto rappresentante per gli affari esteri e la politica di sicurezza, svolge un ruolo guida fondamentale negli affari europei per il fatto che fornisce direzione politica e slancio all'Unione europea, adotta le decisioni di maggior rilevanza e suggerisce con la sua approvazione i documenti di rilievo. Il Consiglio europeo si distingue dalla

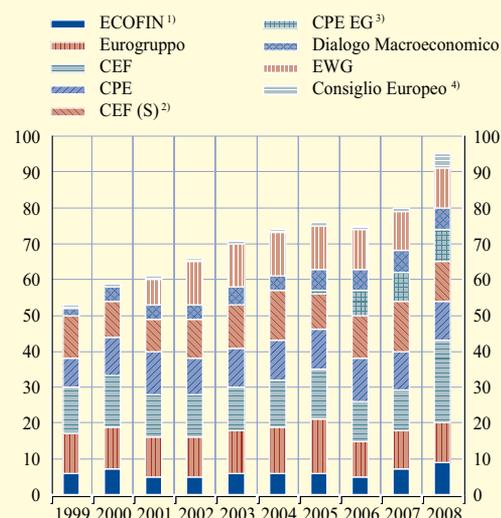
riunione del Consiglio UE nella composizione dei capi di Stato e di governo, che costituisce una composizione specifica del Consiglio UE. A differenza di quest'ultimo, il Consiglio europeo finora non è stato formalmente riconosciuto quale istituzione europea. Il Trattato di Lisbona, tuttavia, cambia lo status del Consiglio europeo riconoscendolo formalmente quale istituzione dell'Unione e introducendo la carica di Presidente "permanente" del Consiglio europeo, che ne presiederà le riunioni durante un mandato di due anni e mezzo rinnovabile una volta.

Il Presidente della BCE è stato invitato ad alcune riunioni del Consiglio europeo, nonché ai vertici informali specifici a livello di capi di Stato o di governo dell'UE che sono stati convocati dall'inizio della crisi finanziaria, come le riunioni informali del Consiglio europeo del 1° marzo e del 17 settembre 2009 nonché il vertice dei capi di Stato dell'area dell'euro tenutosi a Parigi il 12 ottobre 2008. Lo scopo di quest'ultimo era di coordinare la risposta alla crisi da parte dei paesi dell'area dell'euro.

3.5 IL DIALOGO MACROECONOMICO

Il dialogo macroeconomico, istituito dal Consiglio europeo nel giugno 1999, è un dialogo istituzionalizzato tra le autorità monetarie europee, il Consiglio UE, la Commissione europea e le parti sociali a livello europeo che si propone di migliorare la comprensione dei requisiti di politica economica necessari nell'UEM. Il dialogo si basa sul pieno rispetto dell'indipendenza di tutti i soggetti che vi partecipano, in particolare dell'indipendenza della parti sociali nel processo di formazione dei salari e di quella della BCE in relazione alla politica monetaria unica. Il dialogo, che si svolge due volte l'anno prima a livello tecnico e poi politico, offre una sede di dibattito per uno scambio di opinioni sulla situazione economica, nonché di discussioni su argomenti specifici connessi alle condizioni del mercato del lavoro e agli andamenti delle politiche di bilancio e strutturali. Nel dialogo macroeconomico la BCE è rappresentata a livello politico dal Presidente.

Presenza alle riunioni per anno e per organo



Fonte: BCE.

1) Compreso le riunioni informali del Consiglio Ecofin.

2) Sostituiti del CEF.

3) Gruppo di lavoro dell'Eurogruppo in seno al CPE.

4) Consiglio europeo e Consiglio UE nella composizione dei capi di Stato o di governo.

4 TENDENZE COMUNI

Sulla base della precedente rassegna, si possono individuare quattro andamenti comuni che caratterizzano l'evoluzione delle relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'UE dalla sua creazione:

- (1) l'accresciuta frequenza delle interazioni (come illustra il numero crescente di riunioni cui la BCE ha partecipato, cfr. la figura sovrastante);
- (2) l'ampliamento degli argomenti trattati;
- (3) l'approfondimento delle discussioni, con un maggior numero di contributi scritti della BCE;
- (4) l'aumento del numero di decisioni specifiche nella composizione dell'area dell'euro.

Si è così agevolata la creazione di un clima di reciproca fiducia e comprensione tra i re-

sponsabili delle politiche economiche, circostanza che favorisce l'ordinato funzionamento dell'UEM.

In particolare, a partire dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari nell'agosto 2007, il dibattito si è incentrato in misura maggiore su temi connessi al settore finanziario e ha quindi determinato un'intensificazione delle relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'UE a tutti i livelli.

È probabile che questa maggiore interazione si protragga e si sviluppi ulteriormente nel contesto della creazione di due nuovi organi europei: il Comitato europeo per il rischio sistemico e il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria (una rete di autorità di vigilanza costituita dall'Autorità bancaria europea, dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e dall'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), di prossima istituzione al fine di rafforzare l'assetto di vigilanza macro e microprudenziale nell'Unione europea.

Infine, dal maggior numero di riunioni soltanto nella composizione dell'area dell'euro si evince una percepibile tendenza verso decisioni più chiaramente incentrate sull'area dell'euro stessa, congiuntamente all'ampliamento e all'approfondimento di tali discussioni. Ciò significa, ad esempio, che oltre all'attenzione prestata fin dall'inizio alla situazione economica e alle politiche di bilancio, ora l'Eurogruppo esamina più spesso anche le politiche strutturali, seguendo con particolare interesse le questioni di importanza nodale per l'area dell'euro, come l'andamento della competitività nei paesi che ne fanno parte.

L'analisi ha mostrato che l'assetto istituzionale istituito dal Trattato di Maastricht è fondamentalmente solido. Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'UE si sono evolute negli ultimi dieci anni nell'ambito del quadro di riferimento esistente, senza che si presentasse l'urgenza di una radicale revisione del sistema.

5 IMPLICAZIONI DEL TRATTATO DI LISBONA

In linea con questa valutazione positiva dell'assetto istituzionale dell'UEM, il Trattato di Lisbona non apporta alcun profondo cambiamento alle disposizioni dei precedenti trattati. Nondimeno, introduce alcune modifiche degne di nota al fine, da un lato, di consolidare il pilastro monetario e, dall'altro, di migliorare il funzionamento del pilastro economico, in particolare per quanto concerne l'area dell'euro.

5.1 CONSOLIDAMENTO DELLE DISPOSIZIONI SULL'UNIONE MONETARIA

Quanto al pilastro sull'unione monetaria, il mandato della BCE è rafforzato dall'innalzamento dell'obiettivo principale della BCE, la stabilità dei prezzi, a obiettivo dell'intera Unione europea. Ciò significa che gli Stati membri dovrebbero adoperarsi per conseguire questo obiettivo nel definire le proprie politiche economiche. La BCE accoglie con favore questo cambiamento. Inoltre, fra gli obiettivi dell'UE si annovera ora anche quello di "un'unione economica e monetaria la cui moneta è l'euro".

In aggiunta, la BCE, istituita inizialmente come organismo comunitario *sui generis*, diventa un'istituzione dell'Unione. Si tratta di un passo verso la semplificazione e la maggiore trasparenza dell'assetto istituzionale dell'Unione: l'istituzione responsabile della moneta unica sarà annoverata tra le istituzioni dell'Unione, rendendone lo status e la posizione nell'architettura complessiva dell'Unione europea più accessibile ai cittadini europei. Per quanto importante possa senz'altro essere per la percezione esterna della Banca, nella pratica si prevede un modesto cambiamento per la BCE, in quanto mantiene tutte le sue caratteristiche istituzionali specifiche, come la sua indipendenza, i poteri normativi e la personalità giuridica. Il fermo ancoraggio di queste caratteristiche nel nuovo Trattato è essenziale

7) Cfr. il riquadro *Il Trattato di Lisbona* nel numero di dicembre 2007 di questo Bollettino.

ARTICOLI

Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'unione europea: evoluzione e prospettive

perché la BCE assolva con successo i compiti affidatili. Il Trattato di Lisbona rafforza in realtà ulteriormente l'indipendenza della BCE facendo riferimento esplicito per la prima volta all'indipendenza finanziaria della BCE. Infine, il fatto di essere un'istituzione dell'UE comporta il dovere di un'autentica collaborazione reciproca tra tutte le istituzioni dell'Unione, ma si tratta di una condizione già in essere per la BCE.

Un altro cambiamento degno di nota nel nuovo Trattato è che il termine "Eurosistema" è introdotto per la prima volta nella legislazione primaria. Ciò dovrebbe ulteriormente chiarire la distinzione tra Eurosistema e SEBC.

Inoltre, i membri del Comitato esecutivo della BCE saranno nominati dal Consiglio europeo deliberando a maggioranza qualificata, anziché di comune accordo dai governi degli Stati membri, come è stato finora. La procedura di nomina assumerà così un carattere più sovranazionale e sarà allineata con le procedure decisionali relative ad altre nomine importanti.

Infine, i paesi che fanno parte dell'area dell'euro avranno la facoltà di formulare raccomandazioni sull'allargamento dell'area stessa: la decisione finale sull'introduzione dell'euro in uno Stato membro sarà ancora adottata dal Consiglio UE nel suo complesso, ma terrà conto dei pareri specifici espressi dai paesi dell'area dell'euro.

Benché il funzionamento complessivo del pilastro dell'unione monetaria sia lasciato immutato dal Trattato di Lisbona ⁸⁾, la posizione istituzionale della BCE è rafforzata sotto vari aspetti, parallelamente all'introduzione di numerose innovazioni nell'ambito della *governance* economica.

5.2 MIGLIORAMENTO DELLE DISPOSIZIONI SULLE POLITICHE ECONOMICHE

Il Trattato di Lisbona fornisce una serie di opportunità per migliorare la *governance* economica dell'area dell'euro. È la prima volta che l'Eurogruppo è riconosciuto nei trattati. Nondimeno, mantiene il suo status informale attuale

e pertanto non detiene alcun potere decisionale formale. Il Presidente dell'Eurogruppo resterà in carica per due anni e mezzo.

Inoltre, il ruolo dei paesi membri dell'area dell'euro e della Commissione europea è rafforzato in merito sia agli indirizzi di massima per le politiche economiche sia alla PDE. Il Trattato di Lisbona conferirà alla Commissione europea il potere di rivolgere direttamente un parere a uno Stato membro in caso di inosservanza. Una volta coinvolto il Consiglio Ecofin, nella fase successiva della procedura, lo Stato membro interessato potrà prendere parte alle discussioni sulle raccomandazioni necessarie ma non avrà più diritto di voto. Cosa ancora più importante, le decisioni sull'inosservanza degli indirizzi di massima o della PDE da parte di paesi facenti parte dell'area dell'euro saranno adottate esclusivamente dai paesi dell'area dell'euro stessa.

Le specifiche responsabilità condivise per la gestione della moneta unica sono anche riconosciute nella possibilità di una "cooperazione rafforzata" tra gli stati membri dell'area dell'euro. Una nuova disposizione consente loro di adottare a maggioranza qualificata nuovi provvedimenti intesi a rafforzare il coordinamento e la sorveglianza della disciplina di bilancio e di definire orientamenti specifici in materia di politica economica per sé stessi. Purché compatibili con il Trattato e adottati in conformità alle procedure di applicazione degli indirizzi di massima per le politiche economiche e delle PDE, tali provvedimenti saranno giuridicamente vincolanti per i paesi dell'area dell'euro.

Queste innovazioni notevoli sono accolte con favore poiché dovrebbero concorrere a migliorare il quadro di riferimento della *governance* economica dell'area dell'euro. Per sfruttare appieno il loro potenziale, occorre che siano integralmente attuate in linea con il Trattato di Lisbona.

8) Nel Trattato di Lisbona, l'ex articolo 111 del Trattato, sulle politiche di cambio e sulla conclusione di accordi in materia monetaria e valutaria, è stato spostato dal titolo sulla politica economica e monetaria a una nuova parte dedicata all'azione esterna dell'UE. La distribuzione delle responsabilità in questo ambito, tuttavia, è rimasta invariata.

Infine, per quanto concerne la rappresentanza esterna dell'area dell'euro, il Trattato di Lisbona chiarisce e migliora le disposizioni attuali, ma non introduce modifiche fondamentali. Come accade attualmente, i paesi dell'area dell'euro possono, se lo desiderano, decidere a maggioranza qualificata di conferire il mandato a un particolare organismo o persona di rappresentare l'area dell'euro in maniera univoca nei consessi internazionali. Il nuovo Trattato stabilisce esplicitamente che il Consiglio UE disponga degli strumenti per adottare "le misure opportune per garantire una rappresentanza unificata". Resta da vedere se, e come, la creazione di nuove figure per la politica estera dell'UE da parte del Trattato di Lisbona si ripercuoterà sulla rappresentanza internazionale dell'area dell'euro.

6 CONCLUSIONI

Il presente articolo ha descritto l'assetto istituzionale dell'UEM istituito dal Trattato e, speci-

ficatamente, le interazioni tra la BCE, nel pieno rispetto della sua indipendenza, e i responsabili delle politiche economiche. Negli ultimi dieci anni ha funzionato in modo appropriato: nel quadro dell'attuale assetto i responsabili delle politiche economiche e monetarie dell'UE sono stati in grado di rispondere in maniera flessibile e pragmatica alle sfide inedite insorte, compresa la crisi finanziaria. Il Trattato di Lisbona offre varie opportunità per migliorare ulteriormente la *governance* economica, che andrebbero colte appieno da tutte le parti interessate. L'area dell'euro è quindi dotata degli strumenti adeguati per far fronte alle sfide di politica economica che si prospettano (come il risanamento dei conti pubblici, l'invecchiamento demografico, il finanziamento per contrastare i cambiamenti climatici, ecc.). Una sfida di rilevanza immediata consisterà nel creare un assetto altrettanto funzionale ed efficace per la vigilanza finanziaria: la BCE è pronta a svolgere un ruolo attivo a tale riguardo.

ARTICOLI

Le relazioni
della BCE
con le istituzioni
e gli organi
dell'unione europea:
evoluzione
e prospettive

DIRITTI DELLE FAMIGLIE ALLE PRESTAZIONI NELL'AMBITO DEI REGIMI PENSIONISTICI PROMOSSI DALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NELL'AREA DELL'EURO: RISULTATI SULLA BASE DEL NUOVO SISTEMA DEI CONTI NAZIONALI



Questo articolo presenta i risultati ottenuti registrando i diritti pensionistici delle famiglie nei confronti dei regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in conformità con il Sistema dei conti nazionali (SCN) 2008. Se da un lato con l'SCN 2008 è rimasto pressoché invariato il trattamento nei conti di tali regimi, è stato introdotto un criterio statistico internazionale per la compilazione di dati supplementari sui diritti pensionistici verso gli schemi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e i sistemi di sicurezza sociale. Sebbene studi di organizzazioni internazionali quali il Fondo monetario internazionale (FMI), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e la Banca mondiale hanno permesso di conoscere l'entità approssimativa dei diritti pensionistici delle famiglie nei confronti dei regimi a ripartizione promossi dalle amministrazioni pubbliche, l'SCN 2008 prevede la raccolta di informazioni più dettagliate riguardo alle consistenze e all'accumulo di questi diritti e all'impatto su di essi di riforme pensionistiche. Ciò accresce la trasparenza sulle condizioni finanziarie delle famiglie e delle amministrazioni pubbliche, agevola il confronto tra paesi ed aree economiche e assume un'importanza rilevante in vista delle ampie ripercussioni che deriveranno dall'invecchiamento demografico nell'area dell'euro e in numerose economie industriali.

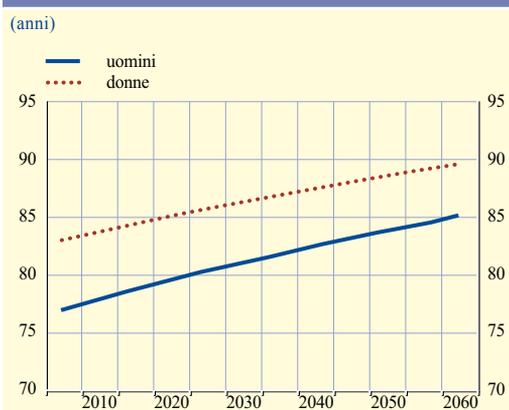
I diritti pensionistici delle famiglie nei confronti dei regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche presentati in questo articolo non possono essere utilizzati come indicatore della sostenibilità fiscale dei sistemi pensionistici a ripartizione. A tale scopo occorrerebbe includere nella loro definizione i diritti non ancora maturati e confrontare questi ultimi con i futuri versamenti di imposte e contributi sociali.

I INTRODUZIONE E SFIDE SUL PIANO DELLE POLITICHE

L'allungamento della speranza di vita e la bassa natalità sono le cause dell'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro e di una sua diminuzione in termini numerici. Lo scenario previsionale elaborato da Eurostat per l'area dell'euro prevede che nel periodo 2008-2060 l'aspettativa di vita alla nascita aumenti di 7,5 anni per gli uomini (da 77,5 a 85,0) e di 6,1 per le donne (da 83,4 a 89,5). Come mostra la figura 1, ciò implica una graduale convergenza della speranza di vita degli uomini e quella delle donne. La natalità, seppur prevista in lieve ascesa (da 1,55 a 1,67 figli per donna tra il 2008 e il 2060), resta notevolmente inferiore al livello di 2,1 figli per donna necessario affinché ogni generazione possa sostituire se stessa¹⁾.

Per valutare le sfide sul piano politico derivanti dalle proiezioni demografiche per il finanziamento dei regimi pensionistici a ripartizione promossi dalle amministrazioni pubbliche risulta utile analizzarne le implicazioni conside-

Figura 1 Speranza di vita attesa alla nascita nell'area dell'euro



Fonte: Commissione europea e Comitato di politica economica, "2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", *European Economy*, n. 2, 2009.

1) Cfr. anche Commissione europea e Comitato di politica economica, "2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)", *European Economy*, n. 2, 2009.

rando i diritti pensionistici già maturati sia dal punto di vista dei conti nazionali sia con un'ottica economica di lungo periodo. Il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione (*2009 Ageing Report*) elaborato dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE prevede che tra il 2007 e il 2060 la spesa pensionistica delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro salirà dall'11,1 al 13,9 per cento del PIL, con differenze significative tra i singoli paesi. Assieme alla debole condizione dei conti pubblici strutturali dell'area, questo aumento complessivo dei costi connessi con l'invecchiamento della popolazione, in un contesto in cui la crescita del PIL potenziale sta diminuendo lievemente, contribuirebbe a determinare rischi significativi per la sostenibilità di lungo termine delle finanze pubbliche, come indicato nel Rapporto sulla sostenibilità del 2009 (*Sustainability Report 2009*)²⁾. Per mitigare tali rischi occorre attuare la strategia basata su tre pilastri decisa dal Consiglio europeo di Stoccolma nel 2001 intesa a: promuovere il risanamento delle finanze pubbliche; accrescere la produttività e l'occupazione; riformare i sistemi di sicurezza sociale, compresi quelli pensionistici.

Il suddetto esercizio di valutazione si basa sulla registrazione dei diritti pensionistici maturati da pensionati e lavoratori in virtù dei contributi sociali già versati. Essi costituiscono obblighi delle amministrazioni pubbliche e, sebbene essi non siano registrati nel debito pubblico, devono essere onorati nei confronti dei pensionati (attuali e futuri). Alla luce degli andamenti demografici previsti, risulta interessante registrare l'entità di tali obblighi e seguirne l'evoluzione nel tempo.

Occorre sottolineare che conoscere l'entità degli obblighi pensionistici già maturati dalle amministrazioni pubbliche non è di per sé sufficiente a valutare la sostenibilità dei conti pubblici, poiché non tiene conto dell'evoluzione dei contributi futuri ai regimi a ripartizione promossi dalle suddette amministrazioni. Ciò nonostante, se calcolata sistematicamente e su orizzonti temporali lunghi, conoscere questa

entità può fornire un contributo utile a valutare – tra l'altro – la misura in cui tali obblighi variano in relazione a riforme dei regimi pensionistici pubblici, ad esempio un aumento dell'età pensionabile stabilita per legge. La letteratura mostra che l'entità dei diritti pensionistici delle famiglie, o obblighi delle amministrazioni pubbliche, è estremamente significativa, ancorché notevolmente diversa tra paesi³⁾.

L'SCN 2008, di recente adozione, raccomanda di registrare i diritti pensionistici già maturati dalle famiglie nell'ambito dei regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e dei sistemi di sicurezza sociale in una tabella supplementare dedicata alle pensioni⁴⁾. Inoltre, il sistema europeo dei conti (SEC), attualmente in fase di revisione, sarà modificato in linea con questo approccio. Tali modifiche sono intese ad assicurare la comparabilità dei dati di paesi con regimi pensionistici diversi, soprattutto nel caso delle principali aree economiche (area dell'euro, Stati Uniti e Giappone). Alla luce di quanto esposto, questo articolo esamina le modifiche introdotte con l'SCN 2008 riguardo ai diritti pensionistici già maturati e presenta delle stime per l'area dell'euro elaborate dalla *task force* congiunta della BCE e della Commissione europea (Eurostat) sulle pensioni istituita dal Comitato sulle Sta-

2) Cfr. Commissione europea, "Sustainability Report 2009", *European Economy*, n. 9, 2009.

3) Per una rassegna delle stime, comprese quelle dell'OCSE e dell'FMI, cfr. Holzmann, R., P. Palacios, e A. Zviniene, "On the economics and scope of implicit pension debt: an international perspective", *Empirica*, n. 28, 2001, pagg. 97-129. Gli studi passati in rassegna risalgono alla metà degli anni novanta e valutano le passività pensionistiche implicite entro un intervallo compreso tra il 200 e il 350 per cento del PIL nei vari paesi dell'area dell'euro.

4) L'SCN 2008, il più importante standard statistico internazionale, è un aggiornamento dell'SCN 1993 e costituisce la quinta versione del Sistema dei conti pubblicato per la prima volta oltre 50 anni fa. Esso è stato adottato dalla Commissione statistica delle Nazioni Unite nel 2008 e 2009 ed è stato redatto sotto l'egida dell'Inter-Secretariat Working Group on National Accounts (ISWGNA), composto da cinque organizzazioni: Eurostat, FMI, OCSE, ONU (Divisione statistica e commissioni regionali del Segretariato delle Nazioni Unite) e Banca Mondiale. Pubblicato di concerto da tali organizzazioni, l'SNC 2008 è disponibile sul sito internet della Divisione statistica delle Nazioni Unite (<http://unstats.un.org/unsd/sna1993/snarev1.asp>).

tistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti⁵⁾.

L'articolo è strutturato come segue: la seconda sezione offre una panoramica generale delle attuali modalità di registrazione dei diritti pensionistici delle famiglie nei conti nazionali e introduce la nuova procedura raccomandata dall'SCN 2008; la terza sezione presenta delle stime dei diritti pensionistici nei confronti dei regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro mettendole a confronto con quelle fornite per gli Stati Uniti e ne offre una descrizione dal punto di vista sia delle famiglie sia delle amministrazioni pubbliche; la quarta sezione esamina brevemente le proiezioni pubblicate nel rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione per tutti gli Stati membri dell'UE, ponendone a confronto la base metodologica con il concetto di diritti pensionistici già maturati; la quinta sezione conclude.

2 DIRITTI NEI CONFRONTI DEI REGIMI PENSIONISTICI PUBBLICI RISPETTO ALLE ALTRE ATTIVITÀ DELLE FAMIGLIE

I diritti pensionistici delle famiglie possono essere registrati nei conti nazionali come attività finanziarie oppure contingenti (potenziali)⁶⁾. Le prime sono costituite da diritti finanziari maturati dai beneficiari nei confronti del datore di lavoro o del soggetto gestore di sistemi pensionistici da questi designato per il pagamento delle prestazioni guadagnate nell'ambito di un contratto di remunerazione stipulato tra datore di lavoro e dipendente. Le attività contingenti si configurano di norma come "diritti potenziali" nei confronti dei regimi pensionistici a ripartizione promossi dalle amministrazioni pubbliche, compresi quelli di sicurezza sociale. Trovano una contropartita nelle passività potenziali delle amministrazioni pubbliche, i cui obblighi comprendono anche il debito pubblico.

REGIMI PENSIONISTICI DI SICUREZZA SOCIALE

Nell'ambito della previdenza sociale, i beneficiari sono obbligati o incoraggiati ad assicurarsi contro rischi e necessità che potrebbero emergere in età

avanzata. La prestazione più importante in questo ambito, è costituita dal reddito pensionistico, ma possono essere coperte anche altre esigenze. Ad esempio, può essere previsto il pagamento di una pensione di reversibilità al coniuge superstite oppure di inabilità alle vittime di infortuni sul lavoro che non sono più in grado di lavorare. Le prestazioni di assistenza sociale ai beneficiari possono essere erogate indipendentemente dalla partecipazione del beneficiario a un regime di previdenza sociale. Una terza forma di pensione è rappresentata dalle polizze assicurative individuali.

Come mostra il riquadro 1, nell'area dell'euro esistono diverse tipologie di regimi di previdenza sociale. Promossi dalle amministrazioni pubbliche (come succede più di frequente) o da altri soggetti, possono essere di tipo aziendale (a contribuzione definita, a prestazione definita o ibridi) o di sicurezza sociale. Gli schemi aziendali possono essere a capitalizzazione o a ripartizione, mentre quelli di sicurezza sociale sono di norma a ripartizione (finanziati attraverso contributi sociali o trasferimenti pubblici).

Nell'SNC 1993 venivano collocati tra le passività gli obblighi di pagamento delle prestazioni pensionistiche nel caso di regimi aziendali a contribuzione definita e di quelli a capitalizzazione e prestazione definita, mentre non erano considerati tali gli obblighi relativi agli schemi a ripartizione e prestazione definita e ai sistemi di sicurezza sociale. L'SCN 2008, di recente adozione, raccomanda di registrare in una tabella supplementare i diritti a prestazioni pensionistiche nell'ambito di regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni

- 5) Le stime riguardano i diritti pensionistici maturati dalle famiglie nei confronti dei regimi pensionistici aziendali a ripartizione promossi dalle amministrazioni pubbliche, compresi i sistemi di sicurezza sociale. Cfr. anche Mink, R., M. Rodriguez, E. Barredo e J. Verrinder, "Reflecting pensions in National Accounts – Work of the Eurostat/ECB Task Force", presentato alla 30ª Conferenza generale dell'Associazione internazionale per la ricerca sul reddito e la ricchezza (*International Association for Research in Income and Wealth, IARIW*), agosto 2008.
- 6) Poiché le attività e le passività potenziali non danno origine a obblighi incondizionati di pagamento o di corresponsione di altri oggetti di valore, non sono registrate come attività e passività finanziarie nei conti nazionali. Per ulteriori dettagli, cfr. il paragrafo 2.29 dell'SCN 2008.

ni pubbliche e di sistemi di sicurezza sociale⁷⁾. Ciò consentirà di confrontare le statistiche di paesi con schemi pensionistici diversi e in particolare quelle delle principali aree economiche (area dell'euro, Stati Uniti e Giappone).

I regimi di sicurezza sociale e quelli a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono particolarmente

importanti per l'area dell'euro. Esiste pertanto un interesse specifico a raccogliere informazioni complete sugli obblighi che le amministrazioni pubbliche hanno già maturato e che dovranno essere finanziati in futuro, alla luce degli andamenti demografici e del prevedibile onere fiscale derivante dall'invecchiamento della popolazione.

7) Per maggiori dettagli, cfr. il capitolo 17 dell'SCN 2008.

Riquadro I

PREVIDENZA SOCIALE, ASSISTENZA SOCIALE E POLIZZE ASSICURATIVE INDIVIDUALI

La previdenza sociale rappresenta la forma di regime pensionistico predominante nell'area dell'euro. Essa include gli schemi di sicurezza sociale (classificati come appartenenti al settore delle amministrazioni pubbliche) che, in molti casi, sono organizzati per ampie fasce della popolazione, e quelli aziendali costituiti dai datori di lavoro (comprese le amministrazioni pubbliche) per i loro dipendenti¹⁾. La distinzione tra i primi e i secondi varia notevolmente da paese a paese: di conseguenza la copertura e quindi la percezione del significato dell'espressione "sicurezza sociale" presenta anch'essa differenze considerevoli, soprattutto tra paesi europei e non europei.

Contrariamente a quanto avviene nell'ambito della previdenza, in quello dell'assistenza sociale le prestazioni possono essere erogate senza che siano stati versati contributi a un regime previdenziale.

Le polizze assicurative individuali sono sottoscritte dai beneficiari a titolo personale e non come membri di un regime organizzato collettivamente per gruppi di dipendenti (come nel caso della previdenza sociale).

Gli schemi previdenziali di natura occupazionale possono essere promossi dalle amministrazioni pubbliche o da soggetti diversi, possono essere a capitalizzazione o a ripartizione. I regimi a capita-

Regimi pensionistici nell'ambito della previdenza sociale

Caratteristiche	Previdenza sociale			
	Sicurezza sociale		Previdenza sociale aziendale	
	Il beneficiario è obbligato o incoraggiato ad assicurarsi contro eventi futuri (vecchiaia, disoccupazione, malattia, cure a lungo termine) mediante l'intervento di una terza parte			
Forma di organizzazione	Organizzata dalle amministrazioni pubbliche attraverso regimi di sicurezza sociale		Organizzata dai datori di lavoro per conto dei dipendenti e delle persone a loro carico oppure da altri soggetti per conto di uno specifico gruppo	
Tipo di previdenza sociale	Regimi pensionistici di sicurezza sociale	Altre forme di sicurezza sociale	Regimi pensionistici aziendali	Altre forme di previdenza sociale aziendale
Settore	Fondi di sicurezza sociale		Settore o sottosettore di fondi pensione o fondi aziendali	

1) Il capitolo 17 dell'SCN 2008 descrive le modalità di registrazione dei regimi pensionistici distinguendo tra previdenza sociale, assistenza sociale e forme assicurative individuali. Un nuovo capitolo sulle pensioni è previsto inoltre per la versione riveduta del SEC.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

lizzazione finanziano le prestazioni pensionistiche attingendo ad attività separate e appositamente accantonate. Per come sono concepiti, questi schemi devono mantenere le attività pari alle passività. Essi si definiscono a capitalizzazione piena, insufficiente o più che sufficiente a seconda che le attività accumulate siano esattamente pari, inferiori o superiori ai diritti pensionistici. I regimi a ripartizione finanziano i pagamenti pensionistici correnti con i contributi correnti versati dai futuri pensionati e/o con altre entrate correnti, quali le imposte o i trasferimenti; possono comunque detenere delle attività (ad esempio per motivi di liquidità oppure come fondi "cuscinetto").

I regimi pensionistici di natura occupazionale possono inoltre essere a contribuzione oppure a prestazione definita. Nei primi le prestazioni sono definite esclusivamente in base al montante di contributi versati durante la vita lavorativa del dipendente e agli incrementi di valore risultanti dall'investimento degli stessi. Essi sono organizzati come conti individuali degli iscritti, in quanto il livello delle prestazioni al momento del pensionamento dipende dal saldo presente sul conto e il rischio connesso all'erogazione di un reddito pensionistico adeguato è quindi sostenuto interamente dal dipendente. Nei secondi le prestazioni pensionistiche sono invece definite in base a una formula, cui si può aggiungere un importo minimo garantito. La formula considera di norma l'anzianità lavorativa e una qualche misura della retribuzione finale o media. In questo caso il rischio connesso all'erogazione di un reddito pensionistico adeguato è sostenuto dal datore di lavoro. I regimi ibridi, che comprendono sia una componente a prestazione definita sia una a contribuzione definita, sono di norma classificati tra i regimi a prestazione definita.

DIFFERENZE DI TRATTAMENTO CONTABILE TRA I REGIMI A CONTRIBUZIONE DEFINITA E QUELLI A PRESTAZIONE DEFINITA

Le diversità istituzionali tra paesi in termini di regimi pensionistici (ad esempio la percentuale relativamente alta di schemi a contribuzione definita negli Stati Uniti, nei Paesi Bassi e nel Regno Unito, contro la quota relativamente elevata dei sistemi di sicurezza sociale e di quelli a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro) determinano differenze significative nei conti nazionali rendendo complicato il raffronto su scala internazionale. In particolare, i diritti pensionistici sono registrati tra le attività delle famiglie nei paesi in cui predominano i regimi a contribuzione definita mentre importi piuttosto bassi sono registrati in paesi in cui vi è una prevalenza di schemi a ripartizione promossi dalle amministrazioni pubbliche (ad esempio Germania, Francia e Italia).

I dati disponibili sui bilanci delle famiglie dell'area dell'euro mostrano che l'incidenza delle assicurazioni sulla vita e delle consistenze di

attività pensionistiche sul loro reddito lordo disponibile (RLD) (cfr. tavola 1) è piuttosto elevata nei paesi con un'alta percentuale di schemi a contribuzione definita e piuttosto bassa in quelli che prevedono regimi di sicurezza sociale per la maggioranza della popolazione in aggiunta a schemi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche.

Tavola 1 Assicurazioni sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche delle famiglie

(in percentuale dell'RLD delle famiglie a fine anno)

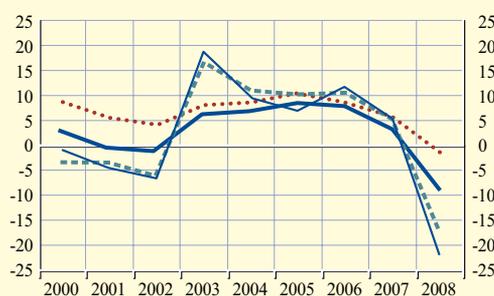
Paese/Area	1999	2007	2008
Area dell'euro	64,4	84,0	79,7
di cui: Germania	64,2	82,8	84,8
Francia	69,6	96,7	94,5
Italia	33,6	54,1	51,3
Paesi Bassi	296,0	324,4	268,7
Regno Unito	261,5	247,9	201,8
Stati Uniti	138,4	129,2	98,0
Giappone	103,3	119,5	.

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat); Office for National Statistics, Regno Unito; Federal Reserve Board e Bureau of Economic Analysis, Stati Uniti; Banca del Giappone, Economic and Social Research Institute e Cabinet Office of the Government, Giappone.
Note: dati di fine anno. Le statistiche comprendono le assicurazioni sulla vita e le consistenze delle attività pensionistiche e si riferiscono principalmente ai regimi a contribuzione definita.

Figura 2 Assicurazioni sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche e finanziarie delle famiglie

(variazioni percentuali annue)

- attività finanziarie nell'area dell'euro
- ... assicurazioni sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche nell'area dell'euro
- - - attività finanziarie negli Stati Uniti
- assicurazioni sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche negli Stati Uniti



Fonti: BCE e, per gli Stati Uniti, Federal Reserve Board.

Nel 2008 nell'area dell'euro i diritti pensionistici derivanti da regimi a contribuzione definita (compresi i prodotti di assicurazione sulla vita) erano pari a 4.800 miliardi di euro, corrispondenti all'80 per cento dell'RLD (cfr. anche la tavola 5) o all'11 per cento delle attività delle famiglie, costituite soprattutto da fondi pensione⁸⁾. Negli Stati Uniti, le assicurazioni sulla vita e le consistenze di attività pensionistiche ammontavano a 10.400 miliardi di dollari, corrispondenti al 98 per cento dell'RLD o al 16 per cento circa delle attività delle famiglie.

Il tasso di crescita annuale delle assicurazioni sulla vita e delle consistenze di attività pensionistiche delle famiglie nell'area dell'euro è diminuito dal 10 per cento del 2005 al 6 per cento nel 2007 (soprattutto per effetto delle minori plusvalenze sugli ammontari detenuti; cfr. figura 2). Nel 2008 le attività sono scese complessivamente di oltre l'1 per cento. Tale flessione appare relativamente moderata in confronto a quella dell'8 per cento subita dalle attività finanziarie delle famiglie dell'area, in larga parte ascrivibile al calo delle perdite di valutazione nel corso della crisi finanziaria.

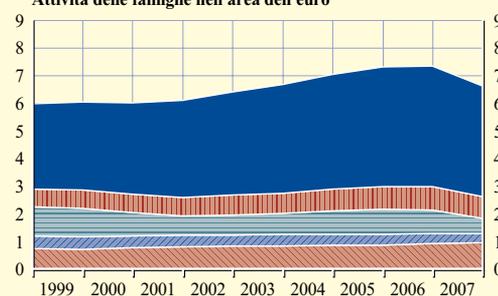
Al contrario, negli Stati Uniti le attività finanziarie delle famiglie sono scese di circa il 17 per

Figura 3 Attività delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

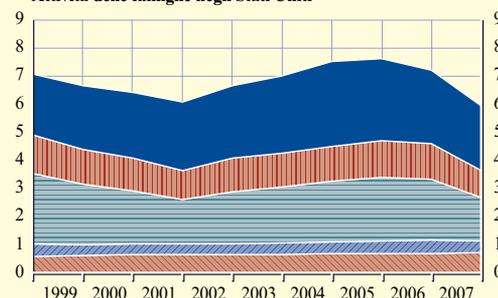
(multipli dell'RLD annuo delle famiglie)

- attività non finanziarie
- ... assicurazione sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche
- azioni e altre partecipazioni
- ... titoli di debito e depositi a lungo termine
- ... titoli di debito e depositi a breve termine

Attività delle famiglie nell'area dell'euro



Attività delle famiglie negli Stati Uniti



Fonti: BCE e, per gli Stati Uniti, Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve Board.

Nota: per le attività non finanziarie delle famiglie nell'area dell'euro si intendono gli immobili residenziali; negli Stati Uniti tale voce include anche altre attività tangibili.

cento nel 2008. Gran parte del calo va ricondotta alle azioni e altre partecipazioni, che in tale anno hanno perso il 27 per cento. Anche le attività dei fondi pensione hanno subito un netto ridimensionamento, diminuendo del 22 per cento. Questo impatto negativo relativamente forte sulle assicurazioni sulla vita e le consistenze di attività pensionistiche delle famiglie statunitensi, rispetto alla flessione piuttosto moderata nell'area dell'euro, è collegato al fatto che i regimi statunitensi a contribuzione definita sono molto più esposti alla crisi finanziaria. Essi infatti sono basati su

8) Cfr. la tavola 3.3 del capitolo "Conti dell'area dell'euro" nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino mensile.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

ingenti investimenti finanziari in azioni, mentre quelli dell'area dell'euro detengono per lo più investimenti in titoli di debito. In generale, dal 2000 il tasso di crescita delle assicurazioni sulla vita e delle consistenze di attività pensionistiche delle famiglie statunitensi è stato più volatile di quello delle famiglie dell'area (cfr. figura 3).

UNA VISIONE PIÙ AMPIA DEI DIRITTI PENSIONISTICI DELLE FAMIGLIE

Per offrire una visione globale dei diritti pensionistici nell'ambito dei sistemi previdenziali, l'SCN 2008 raccomanda la compilazione di una tabella supplementare in cui questi diritti vengano riportati in base alla quota maturata. I diritti nei confronti dei regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche non figurano nei conti nazionali standard, bensì in questa tabella supplementare. Lo stesso vale per quelli riguardanti gli schemi di sicurezza sociale.

La tabella supplementare sui sistemi di previdenza sociale offre un quadro nel quale riportare i dati di bilancio e quelli relativi a transazioni e altri flussi per tutti i diritti pensionistici, dal punto di vista sia dei debitori (i fondi pensione) sia dei creditori (le famiglie). Essa mostra le consistenze e i dati di flusso relativi a regimi specifici, quali gli schemi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e quelli di sicurezza sociale, che non trovano pienamente riflesso nei conti nazionali standard. In linea di principio, la tabella copre soltanto la parte pensionistica dei sistemi di assicurazione sociale. Esclude l'assistenza sociale, le polizze sanitarie e per cure di lunga durata e quelle assicurative individuali (di tipo pensionistico). La tabella contiene tuttavia elementi di assistenza sociale che rientrano in modo indistinguibile all'interno di regimi pensionistici generalmente organizzati come previdenziali. Le prestazioni a favore dei superstiti (vale a dire orfani, figli e coniugi a carico) e quelle di inabilità e invalidità sono incluse nella tabella supplementare se costituiscono parte integrante del regime pensionistico.

La tavola 2 presenta la tabella supplementare contenuta nel capitolo 17 dell'SCN 2008. Nelle

righe figurano le posizioni di bilancio di apertura e di chiusura dei vari regimi pensionistici, oltre che le transazioni e gli altri flussi relativi al periodo contabile. In sostanza, la tabella raccorda le posizioni di apertura e di chiusura dei diritti pensionistici (righe 1 e 10) per tutti i regimi esistenti in una data economia. Le transazioni comprendono i contributi sociali ricevuti (riga 2), le prestazioni erogate (riga 4), i trasferimenti di diritti tra regimi diversi (riga 6) e gli effetti delle riforme pensionistiche (riga 7). Gli altri flussi economici sono rappresentati da rivalutazioni e altre variazioni di volume (righe 8 e 9) durante il periodo contabile. Nelle colonne sono riportate le tipologie di regimi pensionistici distinte in base a vari criteri: il principio di registrazione (all'interno o all'esterno dei conti nazionali standard); il soggetto gestore e il settore di riferimento (amministrazioni pubbliche o altro); l'approccio seguito (a contribuzione definita, a prestazione definita o di sicurezza sociale). Le colonne G e H sono dedicate ai regimi contabilizzati all'esterno dei conti nazionali standard (vale a dire gli schemi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e quelli di sicurezza sociale). Nella colonna J sono riportati i diritti pensionistici totali delle famiglie.

Solo le voci della tavola ombreggiate in giallo aggiungono informazioni ai dati già registrati sulle transazioni riguardanti i contributi sociali e le prestazioni pensionistiche. I dati di flusso aggiuntivi, essenziali per ottenere informazioni sui diritti pensionistici, si riferiscono a: contributi sociali figurativi pagati dai datori di lavoro (riga 2.2) e contributi supplementari delle famiglie (riga 2.4), altre variazioni attuariali nei diritti a prestazioni pensionistiche di sicurezza sociale (riga 3) e variazioni derivanti da rivalutazioni e da altre modifiche di volume. Assieme ai dati sulle transazioni relative ai contributi sociali effettivi di datori di lavoro e famiglie (righe 2.1 e 2.3) e alle prestazioni pensionistiche (riga 4), registrati anche nei conti nazionali standard, le informazioni della tabella consentono di compilare una serie completa e coerente di dati di consistenza e di flusso per i regimi pensionistici (come mostrano le colonne G e H).

Tavola 2 Tabella supplementare sui regimi pensionistici nella previdenza sociale

Registrazione		Conti nazionali standard			
Soggetto gestore		Non amministrazioni pubbliche			
		Regimi a contribuzione definita	Regimi a prestazione definita e altri regimi non a contribuzione definita ¹⁾	Totale	Regimi a contribuzione definita
N. riga	N. colonna	A	B	C	D
		Bilancio di apertura			
1	Diritti pensionistici				
		Variazioni dei diritti pensionistici dovute a transazioni			
2	Aumento dovuto ai contributi sociali				
2.1	Contributi sociali effettivi dei datori di lavoro				
2.2	Contributi sociali figurativi dei datori di lavoro				
2.3	Contributi sociali effettivi delle famiglie				
2.4	Contributi sociali supplementari delle famiglie ⁵⁾				
3	Altre variazioni (attuariali) negli schemi pensionistici				
4	Riduzione dovuta al pagamento di prestazioni pensionistiche				
5	Variazioni dovute ai contributi sociali e alle prestazioni pensionistiche				
6	Trasferimenti tra regimi pensionistici diversi				
7	Variazioni dovute a riforme dei regimi pensionistici				
		Variazioni nelle prestazioni pensionistiche dovute ad altri flussi			
8	Variazioni dovute a rivalutazioni ⁶⁾				
9	Variazioni dovute ad altre modifiche di volume ⁶⁾				
		Bilancio di chiusura			
10	Diritti pensionistici				

Note

1) Gli "altri regimi non a contribuzione definita", spesso denominati schemi ibridi, contengono elementi sia di prestazione sia di contribuzione definita.

2) Regimi organizzati dalle amministrazioni pubbliche per i dipendenti attuali e quelli passati.

3) Si tratta di regimi non autonomi a prestazione definita, i cui diritti pensionistici sono registrati nei conti nazionali standard.

4) I dati di contropartita per le famiglie non residenti sono indicati separatamente soltanto quando le relazioni pensionistiche con il resto del mondo sono significative.

In assenza di statistiche provenienti da altre fonti o soggetti dichiaranti, i calcoli attuariali sottostanti le colonne G e H sui regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche sono effettuati dagli istituti nazionali di statistica di concerto con altre agenzie nazionali. Si tratta di un compito nuovo per gli statistici, che richiede una grande esperienza nel trattare i modelli finanziari per rendite pensionistiche e assicurazioni sulla vita.

3 DIRITTI PENSIONISTICI NEI REGIMI PROMOSSI DALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NELL'AREA DELL'EURO

DATI SUPPLEMENTARI SUI REGIMI PENSIONISTICI PROMOSSI DALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Allo scopo di disegnare un quadro completo dei diritti pensionistici delle famiglie nell'area dell'euro, con l'aiuto della *task force* congiunta della BCE e

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

Conti nazionali standard		Dati non inclusi nei conti nazionali standard		Totale regimi pensionistici	Contropartite: diritti pensionistici delle famiglie residenti ⁴⁾
Amministrazioni pubbliche					
Schemi a prestazione definita per i dipendenti delle amministrazioni pubbliche ²⁾			Regimi pensionistici di sicurezza sociale	I	J
Classificati nelle società finanziarie	Classificati nelle amministrazioni pubbliche ³⁾	Classificati nelle amministrazioni pubbliche			
E	F	G	H	I	J
Bilancio di apertura					
Variazioni dei diritti pensionistici dovute a transazioni					
Variazioni nelle prestazioni pensionistiche dovute ad altri flussi					
Bilancio di chiusura					

5) Questi importi aggiuntivi costituiscono il rendimento sui diritti degli iscritti nei confronti degli schemi pensionistici rivenienti dall'investimento degli attivi dei regimi a contribuzione definita e dal ricalcolo del tasso di sconto applicato in quelli a prestazione definita.

6) Una scomposizione più dettagliata di queste posizioni andrebbe fornita per le colonne G e H sulla base dei calcoli effettuati per questi regimi. Le celle ombreggiate in indicano che il dato è non applicabile, quelle in contengono dati diversi rispetto a quelli dei conti nazionali standard.

della Commissione europea (Eurostat) sulle pensioni sono state elaborate delle stime riguardanti sia le transazioni e gli altri flussi economici nel 2007 sia i diritti pensionistici in essere a fine 2006 (importi di apertura) e a fine 2007 (cfr. riquadro 2). Le stime si basano su modelli pensionistici nazionali e su calcoli di riferimento effettuati dal Centro di ricerca sui patti intergenerazionali (*Forschungszentrum Generationenverträge*) dell'Università di Friburgo.

La tavola 3 offre un'idea generale di queste elaborazioni di riferimento, che coprono circa il 54 per cento dei regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e il 73 per cento di quelli di sicurezza sociale nel 2007. Alla fine di tale anno, l'incidenza sull'RLD dei diritti pensionistici nei confronti della prima e della seconda tipologia di regime era stimata rispettivamente pari a circa il 79 e il 415 per cento (cfr. anche la tavola 5).

Tavola 3 Diritti pensionistici negli schemi promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(percentuale dell'RLD delle famiglie del 2007; valutazione PBO ¹⁾)

Posizione	Colonna	
	Regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche	Regimi di sicurezza sociale
	G	H
Diritti pensionistici (bilancio di apertura)	77,4	406,0
Aumento dovuto ai contributi sociali	4,1	29,7
Altre variazioni (attuariali)		-2,3
Riduzione dovuta al pagamento delle prestazioni pensionistiche	3,0	14,4
Variazioni dovute ai contributi sociali e al pagamento delle prestazioni pensionistiche	1,1	13,1
Variazioni dovute a riforme dei sistemi pensionistici	-0,0	-4,1
Diritti pensionistici (bilancio di chiusura)	78,5	415,0
<i>Per memoria: diritti pensionistici (bilancio di chiusura) in miliardi di euro</i>	2.270	17.404

Fonti: BCE e Forschungszentrum Generationenverträge (Università di Friburgo).

Note: i riferimenti di riga e di colonna si riferiscono a quelli corrispondenti della tavola 2.

1) *Projected-benefit obligation*. Per ulteriori dettagli sui metodi di valutazione, cfr. il riquadro 2.

I risultati sono sostanzialmente in linea con le stime dei diritti pensionistici maturati reperibili in letteratura. Le differenze derivano principalmente dall'anno di riferimento, dalla quota di regimi inclusi nelle stime, dal denominatore (RLD delle famiglie in questo caso, PIL in altri studi), le specifiche metodologiche che seguono i nuovi principi internazionali e le ipotesi macroeconomiche. L'approccio seguito in questo articolo fornisce inoltre una serie coerente di dati di consistenze e di flussi, come delineato nella tavola 2. Nel 2007, anno di riferimento per le stime presentate in questo articolo, l'incidenza sull'RLD delle famiglie e sul PIL dei diritti pensionistici già maturati nell'area dell'euro era rispettivamente pari a circa il 490 e 330 per cento (circa il 79 e il 52 per cento nei regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e 415 e 278 per cento in quelli di sicurezza sociale).

Stime sui diritti pensionistici potenziali già maturati sono state realizzate negli ultimi anni in Francia e Germania. Per il primo paese, l'INSEE ha stimato che nel 2003 l'incidenza sul PIL dei diritti pensionistici impliciti nei confronti dei regimi di sicurezza sociale era pari al 259

per cento (valore sostanzialmente in linea con i risultati pubblicati in uno studio congiunto della Banque de France e del Bureau of Economic Analysis statunitense). In Germania, in base a stime effettuate da DESTATIS, i diritti pensionistici ammontavano nel 2005 a circa il 230 per cento del PIL. Questi studi nazionali sono ampiamente coerenti con le analoghe stime relative all'insieme dell'area dell'euro (278 per cento del PIL nel 2007). Stime preliminari elaborate più di recente in alcuni studi nazionali pongono i diritti maturati nell'ambito degli schemi pensionistici per i dipendenti pubblici pari al 52 per cento del PIL nel 2007⁹⁾.

Tali stime andrebbero considerate dal punto di vista delle famiglie e da quello delle am-

9) Cfr. Holzmann, R. *et al.* 2001; Blanchet, D. e S. Le Minez, "Assessing implicit pension liabilities for the French pension system: a micro-founded approach" e Durant, D. e M. Reinsdorf, "Implicit social security and pension wealth in household assets in the US and France", entrambi presentati alla 30ª Conferenza generale dell'Associazione internazionale per la ricerca sul reddito e la ricchezza (*International Association for Research in Income and Wealth*, IARIW), agosto 2008; Braakmann, A., J. Grütz e T. Haug, "Das Renten- und Pensionsvermögen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen", Statistisches Bundesamt, *Wirtschaft und Statistik* 12/2007, pagg. 1167-79.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

Tavola 4 Analisi di sensitività dei diritti delle famiglie nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale dell'RLD delle famiglie)

Regimi	Crescita percentuale dei salari reali					
	1		1,5		2	
	G	H	G	H	G	H
Tasso di sconto reale						
2,6	79,2	419,1	83,9	446,3	89,2	477,2
2,8	76,6	404,6	81,1	430,2	86,1	459,3
3,0	74,2	390,8	78,5	415,0	83,2	442,4
3,2	71,9	377,8	75,9	400,7	80,4	426,5
3,4	69,7	365,5	73,5	387,2	77,8	411,6

Fonti: BCE e Forschungszentrum Generationenverträge (Università di Friburgo).

Note: diritti pensionistici in percentuale dell'RLD delle famiglie; dati di fine 2007; valutazione PBO (*projected-benefit obligation*); analisi di sensitività basata su variazioni del tasso di sconto reale e della crescita dei salari reali; scenario di base: tasso di sconto reale del 3 per cento e crescita dei salari reali dell'1,5 per cento; la colonna G è riferita ai regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e la colonna H agli schemi di sicurezza sociale.

ministrazioni pubbliche. Da un lato offrono infatti informazioni ulteriori sulle attività delle famiglie, includendo i diritti pensionistici potenziali. Dall'altro le stime accrescono le informazioni sulle passività delle amministrazioni pubbliche, includendo gli obblighi pensionistici potenziali. Il riquadro 3 spiega tuttavia che tali dati non permettono una valutazione diretta della sostenibilità fiscale, al cui scopo sarebbe necessario un approccio più ampio che comprendesse anche le proiezioni relative alle entrate.

Analoghi calcoli attuariali sono stati effettuati dal Bureau of Economic Analysis relativamente ai regimi di sicurezza sociale e a quelli a prestazione definita promossi dal settore privato e dalle amministrazioni pubbliche negli Stati Uniti¹⁰. Attualmente, sia gli schemi a prestazione definita sia quelli a contribuzione definita svolgono un ruolo importante per il finanziamento del periodo di pensionamento delle famiglie¹¹. Negli Stati Uniti i regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono pressoché inesistenti, mentre i diritti pensionistici nei confronti di schemi privati a prestazione definita contribuiscono alle attività delle famiglie in misura corrispondente a circa l'80 per cento dell'RLD delle stesse (cfr. anche la tavola 5, riga 5). Inoltre, i diritti pensionistici

potenziali nei confronti dei regimi di sicurezza sociale equivalgono a circa il 160 per cento dell'RLD delle famiglie statunitensi (cfr. anche la tavola 5, riga 10)¹².

Per tener conto delle incertezze riguardo alle stime attuariali dei diritti pensionistici potenziali delle famiglie nell'area dell'euro, sono state effettuate delle analisi di sensitività. I calcoli riportati nella tavola 4 e nella figura 4 sono basati su diversi scenari. Quello di base ipotizza un tasso di sconto reale a lungo termine del 3 per cento e un tasso di crescita annua dei salari reali

10) Cfr. Reinsdorf, M. B. e D. G. Lenze, *Defined benefit pensions and household income and wealth, Survey of Current Business*, agosto 2009; Durant, D. e M. Reinsdorf, *op. cit.*

11) Nel settore privato statunitense, i regimi pensionistici di nuova costituzione sono quasi sempre a contribuzione definita. Il numero di schemi privati a prestazione definita sta diminuendo molto lentamente, pur mantenendosi superiore a 40.000. La popolazione assicurata invecchia rapidamente e di conseguenza le prestazioni erogate crescono più dei contributi. Negli Stati Uniti esistono inoltre più di 2.500 regimi a prestazione definita per i dipendenti delle amministrazioni statali e locali, mentre il Governo federale gestisce circa 40 regimi a prestazione definita per i propri dipendenti.

12) Le stime relative agli Stati Uniti comprendono la sicurezza sociale, intesa come programma di previdenza e non di assistenza sociale. Essa non presenta grandi differenze rispetto a quella esistente in Europa, se si esclude il fatto che l'incidenza delle prestazioni sui salari medi è generalmente inferiore in quanto ci si attende che il pensionato disponga anche di un reddito proveniente da regimi pensionistici aziendali o da coperture assicurative individuali.

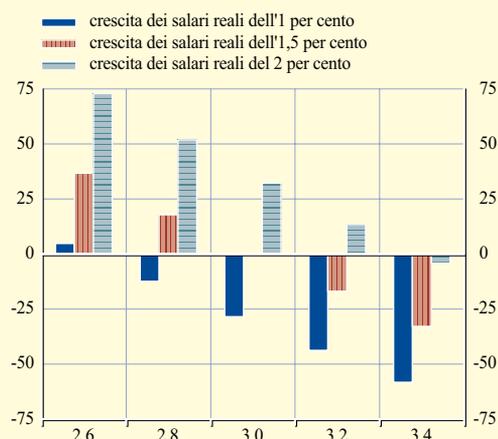
pari all'1,5 per cento. La robustezza dei risultati è stata verificata modificando le ipotesi di base come indicato nella tavola e nella figura. Per questi calcoli è stato impiegato il metodo PBO (*projected-benefit obligation*, ossia si tiene conto della progressione nella carriera del lavoratore e di altri fattori che incidono sull'evoluzione dei salari) (cfr. riquadro 2).

Come mostra la figura 4, una variazione del tasso di sconto reale incide sull'entità dei diritti pensionistici in misura molto superiore rispetto a una modifica del tasso di crescita dei salari reali. La consistenza di diritti pensionistici risulta di norma maggiore del 10-20 per cento se calcolato con la tecnica PBO invece che con quella definita come ABO (*accrued-benefit obligation*, ossia ipotizzando una crescita reale dei salari nulla). Nel primo caso, inoltre, le sensitività sono più pronunciate. Di conseguenza, a fine 2007 i diritti pensionistici maturati nell'ambito dei regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche erano pari a un ammontare compreso tra il 430 e il 570 per cento dell'RLD delle famiglie nell'area dell'euro.

Figura 4 Analisi di sensitività basata su variazioni del tasso di sconto reale e della crescita dei salari reali

(in percentuale dell'RLD delle famiglie)

Regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e schemi di sicurezza sociale



Fonti: BCE e Forschungszentrum Generationenverträge (Università di Friburgo).

Note: diritti pensionistici calcolati come scostamenti da quelli risultanti nello scenario di base in percentuale dell'RLD delle famiglie; dati di fine 2007; valutazione PBO (*projected-benefit obligation*); analisi di sensitività basata su variazioni del tasso di sconto reale (asse delle ascisse) e del tasso di crescita dei salari reali; scenario di base: tasso di sconto reale del 3 per cento e tasso di crescita dei salari reali dell'1,5 per cento.

Riquadro 2

STIME ATTUARIALI DEI DIRITTI PENSIONISTICI

I diritti alle prestazioni pensionistiche sono valutati come parte del bilancio "esteso" delle famiglie nei conti nazionali (dove figurano le attività sia effettive sia potenziali) in un momento specifico, di solito a fine anno. Nel caso di regimi previdenziali a ripartizione, i diritti pensionistici sono registrati in termini lordi: essi comprendono infatti soltanto i diritti maturati a prestazioni presenti e future, vale a dire i diritti (anche differiti) già maturati dai lavoratori attuali e quelli residui dei pensionati attuali, e non tengono invece conto degli obblighi di pagamento maturati dalle famiglie in termini dei contributi sociali che dovranno versare in futuro per finanziare i suddetti diritti. Come tutti i dati di contabilità nazionale, anche questi sono misurati *ex post* in quanto comprendono soltanto il valore corrente delle prestazioni connesse ai diritti pensionistici già maturati. Il metodo si basa su transazioni ed eventi passati osservabili, ad esempio il numero di iscritti al regime pensionistico e i contributi versati. Tuttavia, questi dati si basano anche su alcune ipotesi formulate nel processo di modellizzazione. È necessario stimare la probabilità che i contribuenti attuali decidano o diventino invalidi prima di raggiungere l'età pensionabile. Sono altresì considerate le variazioni future delle prestazioni pensionistiche (definite) connesse a leggi entrate in vigore prima dell'anno per il quale si calcolano i diritti. Infine, il metodo richiede delle ipotesi circa l'evoluzione prospettica di elementi quali il tasso di sconto applicabile agli esborsi pensionistici futuri.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

Come tutte le altre attività, anche i diritti pensionistici sono iscritti nel bilancio "esteso" delle famiglie al valore assunto nel giorno di riferimento per la redazione del bilancio. Nell'area dell'euro, i valori attuariali dei diritti nei confronti dei regimi di previdenza sociale a ripartizione non sono di norma comunicati dal soggetto gestore e devono pertanto essere stimati da coloro che compilano i conti nazionali.

Il tasso di sconto reale applicato ha un impatto relativamente forte sull'entità complessiva della stima. È quindi altamente raccomandabile il ricorso ad analisi di sensitività che utilizzino vari tassi (o differenziali di tasso). Per i regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche possono essere prese in considerazione tre tipologie di tasso di sconto: quello basato sul rendimento dei titoli del governo (centrale); quello fondato sul rendimento delle obbligazioni societarie di qualità elevata; quello privo di rischio, che riflette il valore nel tempo del denaro. La scelta cade preferenzialmente sulla prima tipologia (o, in via eccezionale, sulla seconda). I titoli e le obbligazioni dovrebbero avere idealmente una vita residua corrispondente all'orizzonte temporale considerato per le prestazioni (vale a dire 30 anni, la durata media degli esborsi pensionistici).

Un altro aspetto importante è costituito dall'ipotesi di crescita dei salari reali assunta per il calcolo dei diritti pensionistici nei regimi a prestazione definita, nei quali il livello della pensione è determinato applicando una formula alla retribuzione dell'iscritto. La crescita può essere ipotizzata nulla, applicando il cosiddetto metodo ABO (*accrued-benefit obligation*), o in alternativa essere assunta esplicitamente diversa da zero, ricorrendo alla tecnica PBO (*projected-benefit obligation*), che tiene conto delle progressioni di carriera attese e di altri fattori che incidono sull'evoluzione dei salari.

UNA PANORAMICA SUI DIRITTI PENSIONISTICI DELLE FAMIGLIE E SUI RELATIVI OBBLIGHI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

I dati contenuti nei bilanci dell'area dell'euro e in questi calcoli preliminari consentono di disegnare un quadro più ampio delle attività (comprese quelle pensionistiche potenziali) e delle passività delle famiglie. La ricchezza delle famiglie viene suddivisa in attività non finanziarie (immobiliari) e finanziarie. La tavola 5 mostra che a fine 2007 nell'area dell'euro le attività delle famiglie (esclusi i diritti pensionistici potenziali) erano superiori di oltre sette volte all'RLD annuo delle stesse e di oltre otto negli Stati Uniti. I diritti pensionistici potenziali sono più elevati nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (risultando rispettivamente pari a quasi cinque e due volte l'RLD annuo delle famiglie). Negli Stati Uniti i diritti pensionistici nei confronti dei regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono pressoché inesistenti, mentre quelli verso gli schemi di sicurezza sociale sono considerevoli.

I dati riportati nella tavola 5 consentono inoltre di ottenere informazioni sugli obblighi delle amministrazioni pubbliche esistenti a fine 2007 derivanti dai regimi pensionistici da esse promossi. La tavola 6 mostra che il debito pubblico lordo dell'area dell'euro e quello degli Stati Uniti calcolati secondo i criteri convenzionali erano rispettivamente pari al 70 e 60 per cento del PIL. Se si tiene conto delle passività pensionistiche potenziali, gli obblighi delle amministrazioni pubbliche risultano superiori di oltre 5 volte al debito pubblico lordo nell'area dell'euro (tavola 6). Negli Stati Uniti il corrispondente aumento è meno significativo.

VALUTAZIONE DELL'IMPATTO DELLE RIFORME PENSIONISTICHE SUI DIRITTI NEI CONFRONTI DEI REGIMI PROMOSSE DALLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Dai calcoli riportati in precedenza possono derivare implicazioni di rilievo per i livelli futuri di prestazioni, imposte e contributi sociali. Gran parte dei governi dell'area dell'euro ha in programma riforme dei regimi pensionistici

Tavola 5 Attività, passività, patrimonio netto e diritti pensionistici potenziali delle famiglie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(multipli dell'RLD delle famiglie; dati di fine 2007)

Voce	Area dell'euro	Stati Uniti
Attività	7,3	8,3
Attività non finanziarie	4,4	2,8
Attività finanziarie	3,0	5,5
di cui:		
Assicurazioni sulla vita e consistenza delle attività pensionistiche (come da segnalazioni correnti)	0,8	1,3
di cui:		
Diritti pensionistici nei confronti di regimi privati a prestazione definita ¹⁾	.	0,8
Passività	0,9	1,4
Patrimonio netto (attività meno passività)	6,4	6,9
<i>Per memoria:</i>		
Diritti pensionistici potenziali	4,9	1,6
nei confronti di regimi a prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche ²⁾	0,8	0,0 ³⁾
nei confronti di regimi di sicurezza sociale	4,2	1,6 ⁴⁾

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat); Forschungszentrum Generationenverträge (Università di Friburgo); Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve Board, per gli Stati Uniti.

1) I dati relativi all'area dell'euro non sono ancora disponibili; quelli concernenti gli Stati Uniti si riferiscono alla fine del 2006.

2) I regimi a prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono per lo più a ripartizione nell'area dell'euro e per lo più a capitalizzazione negli Stati Uniti.

3) I regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono pressoché inesistenti negli Stati Uniti, anche se lo schema del Governo federale precedente al 1983 era a ripartizione ed eroga ancora prestazioni a numerosi pensionati.

4) Le famiglie statunitensi vantano diritti potenziali nei confronti dei regimi di sicurezza sociale.

a prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche, in quanto questi ultimi sono molto più esposti ai cambiamenti demografici di quelli a contribuzione definita. Una riduzione del numero di contribuenti rispetto a quello dei beneficiari richiede, ad esempio, un ridimensionamento delle prestazioni pensionistiche medie per mantenere costanti le aliquote contributive o, in alternativa, un aumento delle aliquote contributive (o dei pagamenti tributari) per lasciare inalterate le prestazioni. Al fine di evitare un onere squilibrato per i beneficiari oppure per i contribuenti, si prendono di norma in considerazione strategie diverse di riforma dei sistemi pensionistici.

Le riforme possono essere parametriche (vale a dire intese a correggere le disposizioni esistenti circa il livello delle prestazioni pensionistiche e dei contributi sociali) oppure sistemiche (ossia rivolte a modificare in modo sostanziale la struttura di finanziamento delle prestazioni pensionistiche). Esse possono essere attuate definendo un altro regime per i nuovi contribuenti o i nuovi contribuenti mantenendo in larga parte il regime corrente per i diritti già maturati. Le simulazioni degli interventi di politica econo-

mica basate su modelli pensionistici costituiscono uno strumento utile ai fini di una valutazione di massima dell'impatto delle riforme parametriche, modificando i parametri e i dati di input dei regimi esistenti. In questo contesto si possono individuare diverse determinanti di rilievo dei diritti pensionistici maturati. Una alquanto importante è rappresentata dalle prestazioni effettivamente erogate, poiché queste incidono direttamente sulla consistenza dei diritti pensionistici. Un'altra determinante è data dall'età pensionabile. Altre ancora sono costituite dall'indicizzazione delle prestazioni e dalla riduzione delle prestazioni future sulla base delle riforme già attuate.

Negli ultimi anni diversi paesi dell'area dell'euro hanno realizzato riforme dei sistemi pensionistici attraverso, tra l'altro, un innalzamento graduale dell'età pensionabile stabilita per legge. Se l'età effettiva di pensionamento cresce in linea con l'aumento di quella legale, le prestazioni calano poiché gli aventi diritto le percepiranno per un periodo più breve. In parallelo, il versamento dei contributi per un periodo più ampio accresce le entrate dei regimi pensionistici.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

Tavola 6 Debito delle amministrazioni pubbliche e diritti pensionistici potenziali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(multipli del PIL; dati di fine 2007)

Voce	Area dell'euro	Stati Uniti
Debito di Maastricht	0,7	0,6¹⁾
<i>Per memoria:</i>		
Obblighi pensionistici potenziali	3,3	1,1
<i>Regimi a prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche²⁾</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0³⁾</i>
<i>Regimi di sicurezza sociale</i>	<i>2,8</i>	<i>1,1⁴⁾</i>
Debito complessivo degli obblighi pensionistici potenziali	4,0	1,7

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat); Forschungszentrum Generationenverträge (Università di Friburgo); Bureau of Economic Analysis e Federal Reserve Board, per gli Stati Uniti.

1) Banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito delle amministrazioni pubbliche (consolidato).

2) I regimi a prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono per lo più a ripartizione nell'area dell'euro e per lo più a capitalizzazione negli Stati Uniti.

3) I regimi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche sono pressoché inesistenti negli Stati Uniti.

4) Le famiglie statunitensi vantano diritti potenziali nei confronti dei regimi di sicurezza sociale.

Sulla base di alcune simulazioni effettuate, è stimabile che nell'area dell'euro, un innalzamento dell'età effettiva di pensionamento di uno o due anni farebbe diminuire le prestazioni pensionistiche rispettivamente del 2,7 e 5,2 per cento (rispetto a quelle risultanti nello scenario di base riportato nella tavola 4). Un ulteriore aspetto da considerare nella simulazione di tale innalzamento è dato dal fatto che l'esito della riforma riflette anche le ipotesi circa il comportamento dei nuovi beneficiari rispetto alla variazione dell'età pensionabile, la penalizzazione connessa a un pensionamento anticipato e la normativa concernente ad esempio la concessione di sussidi di invalidità.

4 PROIEZIONI DELL'IMPATTO DELL'INVECCHIAMENTO DEMOGRAFICO SULLA SPESA PENSIONISTICA DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE – IL RAPPORTO DEL 2009 SULL'INVECCHIAMENTO DELLA POPOLAZIONE (2009 AGEING REPORT)

Lo scorso aprile il Consiglio Ecofin ha approvato il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione nei 27 Stati membri dell'UE che copre gli anni 2008-2060 (2009 Ageing Report), elaborato dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica dell'UE sulla base di ipotesi demografiche e macroeconomiche comuni a tutti i paesi. Come specificato nel riquadro 3, il concetto di passività pensionistiche im-

plícite utilizzato nel rapporto è diverso da quello impiegato nei conti nazionali per la stima dei diritti pensionistici maturati, in quanto proietta la spesa pubblica totale connessa all'evoluzione demografica – comprese le pensioni – su un orizzonte di lungo periodo.

I due concetti sono collegati. I diritti pensionistici maturati sono calcolati *ex post*, tenendo conto dei “crediti” già maturati dai lavoratori attuali e di quelli residui dei pensionati esistenti. In questo senso, essi costituiscono un sottoinsieme delle passività pensionistiche implicite. Queste ultime comprendono infatti sia i suddetti diritti sia, fra l'altro, le prestazioni da erogare a quanti non sono ancora entrati nel mercato del lavoro, alcuni dei quali non sono ancora nemmeno nati. Per questo motivo, le passività pensionistiche implicite costituiscono un concetto prospettico basato su una serie più ampia di proiezioni¹³⁾.

13) Queste passività potenziali potrebbero essere molto maggiori dei diritti pensionistici già maturati. Uno studio empirico condotto utilizzando dati relativi al regime pensionistico di sicurezza sociale in Germania stima che nel 2006 le passività implicite intese come obbligazioni pensionistiche lorde in un sistema aperto erano pari al 622 per cento del PIL e costituite per meno della metà da obblighi già maturati. Le imposte e i contributi sociali futuri ammontavano al 535 per cento del PIL nel 2006, determinando un saldo (“fabbisogno finanziario”) relativamente basso di circa l'88 per cento del PIL. Cfr. Müller, C., B. Raffelhueschen e O. Weddige, *Measuring pension liabilities and the perspective of sustainability: the case of the reformed German statutory pension scheme*, Discussion Paper n. 39, Forschungszentrum Generationenverträge, Università di Friburgo, settembre 2009.

DIRITTI PENSIONISTICI MATURATI E PASSIVITÀ PENSIONISTICHE IMPLICITE

I concetti di diritti pensionistici maturati e di passività pensionistiche implicite utilizzati nel rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione nei 27 Stati membri dell'UE per il periodo 2008-2060 (*2009 Ageing Report*) sono tra loro collegati. I primi sono derivati sulla base dei principi di contabilità nazionale. Essi vengono calcolati *ex post*, in quanto comprendono esclusivamente i diritti maturati dai lavoratori attuali e quelli residui dei pensionati esistenti.

I suddetti diritti costituiscono una componente delle passività pensionistiche implicite nella loro accezione più ampia, poiché rappresentano solo una parte delle pensioni da corrispondere in futuro. Secondo il *2009 Ageing Report*, nel 2060 la spesa pensionistica pubblica dovrebbe salire di 2,8 punti percentuali, a quasi il 14 per cento del PIL, ipotizzando politiche economiche invariate¹⁾. Questi pagamenti futuri possono essere divisi in quattro gruppi a seconda dei destinatari: (a) ai pensionati attuali (data la mortalità dei pensionati, si prevede che tale gruppo perda gradualmente importanza per diventare nullo alla morte dell'ultimo pensionato attuale); (b) ai lavoratori attuali, in relazione ai diritti già maturati ad oggi (questo tipo di pagamento aumenterà per diversi anni, mano a mano che andranno in pensione i lavoratori attuali, e poi si ridurrà in linea con l'andamento della mortalità); (c) alle persone già presenti sul mercato del lavoro, in relazione ai diritti che matureranno da oggi al momento della pensione; (d) a persone non ancora entrate nel mercato del lavoro e in alcuni casi non ancora nate.

I diritti pensionistici maturati registrati nella contabilità nazionale corrispondono ad (a) e (b) se si tiene conto di necessarie ipotesi di modellizzazione quali il tasso di sconto o la crescita dei salari. La misura rilevante per la valutazione della sostenibilità include invece tutti i quattro gruppi, assieme alle relative entrate pubbliche. Tuttavia, anche le passività pensionistiche implicite si calcolano formulando ipotesi circa il tasso di sconto e gli altri parametri dei modelli pensionistici.

I diritti pensionistici maturati si basano quindi su una stima attuariale retrospettiva, che tuttavia richiede delle proiezioni circa l'andamento futuro di tassi di interesse, salari e popolazione. Le passività pensionistiche implicite sono invece un concetto prospettico fondato su una serie più ampia di proiezioni e saranno utilizzate nei nuovi obiettivi di bilancio di medio termine dell'UE. Per motivi di coerenza, è opportuno armonizzare i dati impiegati per il calcolo dei diritti pensionistici potenziali già maturati e per le proiezioni della spesa pensionistica pubblica.

Nella pratica, le stime dei diritti pensionistici potenziali maturati e delle passività pensionistiche implicite sembrano puntare in direzioni diverse. In alcuni paesi si registrano livelli elevati di diritti pensionistici potenziali già maturati senza che si preveda un aumento futuro delle passività pensionistiche implicite. Si tratta di paesi con regimi pensionistici maturi, nei quali con il tempo sono stati maturati diritti potenziali per importi consistenti. Tuttavia, data l'evoluzione demografica e la struttura del sistema pensionistico, la spesa pensionistica futura non è soggetta a pressioni. In altri paesi i diritti pensionistici potenziali maturati possono collocarsi su livelli bassi, ma le passività pensionistiche implicite sono previste in crescita. Sono in genere paesi con sistemi pensionistici di recente introduzione, nei quali pertanto i diritti già maturati sono ancora di entità ridotta ma gli obblighi di pagamento relativi ai pensionati futuri trovano riflesso nelle proiezioni relative alle passività pensionistiche implicite.

1) I risultati del *2009 Ageing Report* sono descritti nel riquadro 7 del numero di giugno 2009 del Bollettino mensile.

ARTICOLI

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema dei conti nazionali

5 CONCLUSIONI

Come descritto nell'articolo, l'SCN 2008 prevede statistiche supplementari sui diritti pensionistici delle famiglie nell'ambito dei regimi promossi dalle amministrazioni pubbliche e questo troverà riflesso nel Sistema europeo dei conti (SEC) che è attualmente in fase di revisione. Sulla base di ciò, la *task force* della BCE e della Commissione europea (Eurostat) sulle pensioni ha già condotto un lavoro preparatorio inteso a stimare l'entità di tali diritti nell'ambito degli schemi a ripartizione e prestazione definita promossi dalle amministrazioni pubbliche e di quelli di sicurezza sociale. In assenza di dati provenienti da altre fonti o altri soggetti dichiaranti, gli istituti nazionali di statistica hanno elaborato tali stime di concerto con altre agenzie nazionali. Si è trattato di un impegno piuttosto nuovo e complesso, che ha richiesto una vasta esperienza in materia di finanza attuariale.

Le statistiche effettuate seguendo la nuova metodologia armonizzata e concordata a livello mondiale confermano che nell'area dell'euro i diritti pensionistici potenziali già maturati sono significativi e addirittura superiori al portafoglio di tutte le attività finanziarie o delle attività non finanziarie delle famiglie. Essi corrispondono a circa il 490 per cento dell'RLD delle famiglie e al 330 per cento del PIL. Dal punto di vista delle amministrazioni pubbliche, i relativi obblighi di pagamento appaiono superiori di circa cinque volte al debito pubblico. I risultati sono in linea con quelli di studi precedenti esaminati dalla Banca mondiale per un ampio ventaglio di pae-

si, tra cui alcuni appartenenti all'area dell'euro, e con le stime elaborate dagli uffici nazionali di statistica di Germania e Francia.

Occorre sottolineare che la compilazione degli obblighi di pagamento già maturati a carico delle amministrazioni pubbliche nell'ambito dei regimi pensionistici da loro promossi non consente di valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Ciò sarebbe possibile soltanto tenendo conto anche dei contributi che saranno versati in futuro ai suddetti regimi. Tuttavia, se registrati sistematicamente per orizzonti temporali lunghi, i dati relativi ai suddetti obblighi possono fornire un contributo utile a valutare, tra l'altro, la misura in cui varia la loro entità in virtù di riforme dei sistemi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche (ad esempio a un incremento dell'età pensionabile stabilita per legge).

Data l'entità dell'onere fiscale connesso con l'invecchiamento demografico, i singoli paesi dovranno trovare un equilibrio intergenerazionale tra la garanzia di trattamenti pensionistici futuri adeguati e il mantenimento di un onere previdenziale per le forze di lavoro entro limiti tollerabili. Ciò vale anche per altre tipologie di obblighi delle amministrazioni pubbliche come, ad esempio, quelli relativi all'assistenza sanitaria e alle cure di lungo termine. È essenziale attuare la strategia basata su tre pilastri decisa dal Consiglio europeo di Stoccolma nel 2001 intesa a: promuovere il risanamento delle finanze pubbliche; accrescere la produttività e l'occupazione; riformare i sistemi di sicurezza sociale, compresi i regimi pensionistici.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

1 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 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente

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

A partire dal 2009, tutti i dati 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
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	.	.	.	.	.	.	1,22	3,76
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
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,72	3,76
2009 lug.	12,2	4,7	3,0	3,1	0,6	26,9	0,97	3,74
ago.	13,6	4,6	2,6	2,5	0,1	24,0	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	0,6	-0,8	23,6	0,74	3,68
nov.	12,6	1,9	-0,2	.	-0,7	19,7	0,72	3,57
dic.	.	.	.	.	.	.	0,71	3,76

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
2008	3,3	6,1	3,4	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 2° trim.	0,2	-5,7	4,3	-4,8	-18,6	70,0	-1,8	9,3
3° trim.	-0,4	-7,8	3,2	-4,0	-14,5	70,1	-2,1	9,7
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 lug.	-0,7	-8,4	-	-	-15,8	69,6	-	9,5
ago.	-0,2	-7,5	-	-	-15,1	-	-	9,6
set.	-0,3	-7,6	-	-	-12,7	-	-	9,8
ott.	-0,1	-6,6	-	-	-10,9	70,7	-	9,9
nov.	0,5	-4,5	-	-	.	.	-	10,0
dic.	0,9	.	.	.	.	.	-	.

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)	
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	.	.	.	.	.	111,7	110,6	1,3948
2009 1° trim.	-36,6	-7,7	-58,8	129,9	395,7	109,9	109,2	1,3029
2° trim.	-17,4	12,5	-0,6	98,1	381,5	111,1	110,2	1,3632
3° trim.	3,2	13,5	-14,9	96,6	430,9	112,1	110,9	1,4303
4° trim.	.	.	.	.	.	113,8	112,2	1,4779
2009 lug.	10,7	12,6	8,5	-3,0	386,5	111,6	110,5	1,4088
ago.	-2,8	-1,0	2,8	46,1	428,0	111,7	110,6	1,4268
set.	-4,6	1,9	-26,2	53,5	430,9	112,9	111,6	1,4562
ott.	-3,6	7,5	-1,5	19,2	437,9	114,3	112,8	1,4816
nov.	.	.	.	.	464,2	114,0	112,5	1,4914
dic.	.	.	.	.	.	113,0	111,4	1,4614

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

	18 dicembre 2009	25 dicembre 2009	1 gennaio 2010	8 gennaio 2010
Oro e crediti in oro	238.147	238.147	266.919	266.919
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	192.094	191.909	195.480	196.138
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	33.260	31.708	32.151	31.434
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.733	15.696	15.198	16.190
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	722.935	728.584	749.906	724.030
Operazioni di rifinanziamento principali	53.574	59.221	79.293	54.652
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	669.288	669.296	669.297	669.303
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	45	40	1.289	46
Crediti connessi a scarti di garanzia	28	27	27	30
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	24.752	25.765	26.281	26.890
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	329.221	329.546	328.652	329.637
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	27.679	28.504	28.782	29.112
Altri titoli	301.542	301.042	299.870	300.526
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	36.183	36.188	36.161	36.171
Altre attività	250.027	254.921	254.188	252.181
Attività totali	1.842.352	1.852.463	1.904.935	1.879.590

2. Passività

	18 dicembre 2009	25 dicembre 2009	1 gennaio 2010	8 gennaio 2010
Banconote in circolazione	797.502	807.191	806.522	796.391
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	389.312	368.683	395.614	387.831
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	252.825	204.594	233.490	160.684
Depositi overnight	136.477	164.088	162.117	227.141
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	10	1	6	6
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	292	330	340	497
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	113.295	133.760	129.749	123.371
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	47.391	46.459	46.759	46.338
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	3.310	3.703	4.032	4.710
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	9.345	9.567	9.616	9.560
Contropartite dei DSP dell'FMI	50.906	50.906	51.249	51.249
Altre passività	165.782	166.647	167.840	166.468
Rivalutazioni	192.254	192.254	220.212	220.213
Capitale e riserve	72.963	72.964	73.001	72.962
Passività totali	1.842.352	1.852.463	1.904.935	1.879.590

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce 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 variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2009 16 set.	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
8	55.779	111	55.779	1,00	-	-	-	8
16	52.899	125	52.899	1,00	-	-	-	7
23	58.575	109	58.575	1,00	-	-	-	7
30	78.647	132	78.647	1,00	-	-	-	7
2010 6 gen.	54.023	100	54.023	1,00	-	-	-	7
13 gen.	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2009 8 ott.	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
8 dic.	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105
17 ⁶⁾	96.937	224	96.937	-	-	-	-	371

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 9 ott.	Operazione temporanea	24.682	99	24.682	3,75	-	-	-	-	6
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	149.656	117	79.940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
11 nov.	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
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.896	147	129.709	-	-	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.
- 6) Nell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno, regolata il 17 dicembre 2009, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto da questa operazione.

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 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	
ott.	18.260,1	9.766,9	763,3	2.420,9	1.224,8	4.084,2	

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
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 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	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 19 gen.	210,1				

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2009 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
7 dic.	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3

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>.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	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	490,2	15,7	334,3
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	480,7	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	483,6	16,5	326,6
ago.	2.723,6	1.451,3	17,6	0,7	1.433,1	400,6	332,1	3,3	65,3	-	15,7	518,4	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	517,5	16,6	322,2
ott.	2.693,0	1.405,3	17,6	0,7	1.387,1	410,6	333,7	3,6	73,3	-	16,0	529,4	16,6	315,0
nov. ^(p)	2.659,4	1.340,1	17,6	0,7	1.321,9	416,1	334,3	3,7	78,2	-	16,1	555,8	16,6	314,7
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	31.835,8	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	211,4	2.888,9
2009 1° trim.	31.750,6	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	215,0	2.866,5
2° trim.	31.815,0	18.050,7	998,2	10.836,2	6.216,3	5.085,8	1.466,2	1.496,1	2.123,5	95,6	1.198,9	4.431,3	215,0	2.737,8
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.	31.274,2	17.665,6	994,3	10.770,5	5.900,9	5.115,4	1.504,9	1.491,9	2.118,6	90,6	1.222,0	4.266,6	216,3	2.697,6
ott.	31.207,7	17.649,0	1.014,3	10.724,2	5.910,5	5.102,3	1.517,5	1.490,0	2.094,9	88,7	1.225,2	4.263,5	217,1	2.661,9
nov. ^(p)	31.330,9	17.664,0	1.007,6	10.752,8	5.903,6	5.106,3	1.519,4	1.489,1	2.097,8	88,2	1.239,1	4.243,8	218,1	2.771,6

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.	2.723,6	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	361,1
ott.	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
nov. ^(p)	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
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	31.835,8	-	16.741,8	190,8	9.689,8	6.861,2	825,1	4.848,3	1.767,2	4.402,7	3.250,6
2009 1° trim.	31.750,6	-	16.597,4	216,2	9.772,1	6.609,1	885,2	4.936,1	1.778,2	4.349,8	3.203,7
2° trim.	31.815,0	-	16.771,6	227,1	9.917,5	6.626,9	837,5	4.984,9	1.839,8	4.236,9	3.144,2
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	4.133,9	3.186,4
set.	31.274,2	-	16.348,5	156,7	9.903,8	6.287,9	831,4	4.961,6	1.879,4	4.084,9	3.168,5
ott.	31.207,7	-	16.323,4	164,8	9.877,7	6.280,8	823,8	4.928,3	1.883,6	4.093,6	3.155,0
nov. ^(p)	31.330,9	-	16.356,0	174,8	9.900,5	6.280,7	809,7	4.930,9	1.896,4	4.073,3	3.264,6

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	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni 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	24.108,0	11.758,6	986,3	10.772,3	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 1° trim.	24.152,9	11.804,9	989,3	10.815,6	3.159,5	1.710,1	1.449,4	770,0	5.035,9	230,7	3.151,9
2° trim.	24.080,1	11.852,7	1.015,9	10.836,8	3.292,1	1.793,2	1.498,9	780,7	4.911,9	231,3	3.011,3
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	4.873,9	232,3	3.034,5
ago.	23.945,6	11.756,8	1.021,4	10.735,4	3.303,8	1.807,7	1.496,0	774,2	4.861,8	232,4	3.016,6
set.	23.897,6	11.783,0	1.011,9	10.771,1	3.336,1	1.840,9	1.495,2	790,7	4.784,1	232,9	2.970,8
ott.	23.849,2	11.756,7	1.031,8	10.724,9	3.344,9	1.851,2	1.493,6	792,7	4.793,0	233,6	2.928,3
nov. ^(p)	24.009,5	11.778,6	1.025,2	10.753,4	3.346,4	1.853,7	1.492,7	812,7	4.799,6	234,7	3.037,6
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	1.598,3	597,9	12,4	585,5	372,5	58,1	314,5	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009 1° trim.	-139,8	7,4	2,0	5,4	178,9	141,9	37,0	-4,3	-274,1	2,1	-49,8
2° trim.	-224,3	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,8	6,0	-63,1	0,6	-381,5
3° trim.	-156,0	-49,2	-3,9	-45,3	32,6	39,5	-6,9	-6,2	-91,9	1,8	-42,9
2009 lug.	-49,5	-29,5	0,7	-30,2	3,2	6,2	-3,0	-7,0	-39,2	1,2	21,9
ago.	-102,0	-56,9	4,8	-61,7	1,9	3,5	-1,6	-7,1	-22,9	0,1	-17,2
set.	-4,5	37,2	-9,4	46,6	27,5	29,8	-2,4	7,9	-29,7	0,5	-47,6
ott.	-37,4	-18,6	20,0	-38,6	7,7	11,4	-3,7	3,6	13,5	0,8	-44,3
nov. ^(p)	153,1	25,8	-4,9	30,7	0,8	1,1	-0,3	12,6	5,0	1,0	107,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
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	24.108,0	722,9	259,6	9.706,5	726,1	2.828,6	1.613,3	4.780,5	3.579,6	-109,5
2009 1° trim.	24.152,9	719,9	351,8	9.795,4	780,8	2.801,4	1.645,2	4.645,9	3.511,1	-98,9
2° trim.	24.080,1	735,0	352,3	9.941,1	741,7	2.805,9	1.690,0	4.439,5	3.508,2	-133,9
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.	23.945,6	741,2	272,8	9.894,9	759,3	2.803,2	1.709,6	4.311,1	3.557,1	-104,0
set.	23.897,6	740,6	295,1	9.926,8	740,5	2.774,0	1.724,7	4.239,0	3.529,6	-73,0
ott.	23.849,2	745,4	317,6	9.903,8	734,9	2.760,3	1.732,4	4.238,5	3.516,4	-100,4
nov. ^(p)	24.009,5	750,1	304,0	9.928,2	721,2	2.755,0	1.775,4	4.217,1	3.623,0	-64,8
Transazioni										
2007	2.572,2	45,8	-13,4	838,7	54,5	269,3	150,2	847,6	450,0	-70,7
2008	1.598,3	83,3	106,1	603,8	29,8	-30,1	142,3	93,3	595,3	-25,6
2009 1° trim.	-139,8	-4,3	89,3	32,8	55,8	-37,4	17,6	-212,8	-93,5	12,8
2° trim.	-224,3	15,0	0,5	154,1	-20,0	18,1	53,5	-167,7	-240,0	-37,9
3° trim.	-156,0	5,7	-45,7	-1,1	-2,4	-15,4	15,0	-122,8	-50,2	60,9
2009 lug.	-49,5	10,5	-54,1	-32,6	16,0	0,4	2,5	-50,7	42,7	15,8
ago.	-102,0	-4,3	-14,0	-10,9	1,1	2,2	5,9	-49,2	-50,1	17,3
set.	-4,5	-0,5	22,3	42,5	-19,5	-18,0	6,6	-22,8	-42,9	27,7
ott.	-37,4	4,8	22,5	-8,1	-4,8	-11,0	4,9	9,2	-26,8	-28,1
nov. ^(p)	153,1	4,7	-13,6	13,8	-15,5	0,5	21,4	2,7	104,4	34,7

Fonte: BCE.

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

2) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

3) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾	
	M1	M2-M1	M2	M3-M2					Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾		
	1	2	3	4								9	10	11
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	-	423,4
2009 1° trim.	4.118,8	3.956,5	8.075,3	1.310,9	9.386,2	-	6.443,4	2.687,5	13.034,1	10.813,5	-	389,9
2° trim.	4.236,8	3.894,4	8.131,2	1.275,4	9.406,6	-	6.550,8	2.792,5	13.077,8	10.810,1	-	473,9
2009 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	-	488,1
ago.	4.399,1	3.822,8	8.221,8	1.214,8	9.436,6	-	6.634,7	2.845,0	13.055,5	10.761,4	-	564,6
set.	4.402,7	3.784,3	8.187,1	1.228,5	9.415,6	-	6.650,3	2.870,3	13.080,6	10.762,8	-	551,1
ott.	4.484,0	3.730,7	8.214,7	1.184,6	9.399,2	-	6.638,8	2.895,7	13.035,3	10.738,3	-	536,8
nov. ⁴⁾	4.462,1	3.711,6	8.173,7	1.166,0	9.339,7	-	6.728,4	2.881,9	13.064,2	10.753,5	-	560,8
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	-42,8
2008	125,3	484,8	610,1	46,5	656,7	-	169,2	70,4	839,3	584,2	746,1	-176,3
2009 1° trim.	109,0	-95,6	13,5	-62,1	-48,6	-	115,4	108,8	15,2	-12,6	8,9	-34,3
2° trim.	137,7	-71,5	66,1	-18,1	48,0	-	129,5	111,6	64,8	16,8	36,0	106,2
3° trim.	167,5	-100,9	66,6	-49,2	17,4	-	99,9	69,7	3,4	-27,0	-23,7	35,4
2009 lug.	95,7	-47,7	48,0	-26,8	21,2	-	20,9	18,6	-27,5	-36,3	-34,7	10,1
ago.	67,3	-22,9	44,4	-35,3	9,1	-	58,7	29,2	5,2	-3,0	2,3	40,3
set.	4,5	-30,3	-25,8	12,9	-12,9	-	20,3	21,9	25,6	12,3	8,7	-15,0
ott.	81,6	-52,6	29,0	-43,9	-14,9	-	2,9	26,6	-38,1	-16,8	-12,2	-19,3
nov. ⁴⁾	-21,2	-18,4	-39,6	-19,1	-58,7	-	60,4	-13,4	24,1	17,3	16,0	-1,7
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	-42,8
2008 dic.	3,3	13,7	8,3	3,5	7,5	7,1	2,8	2,9	7,0	5,7	7,2	-176,3
2009 mar.	6,0	6,5	6,2	-1,1	5,1	5,3	4,2	7,6	4,6	3,1	4,7	-128,2
giu.	9,4	0,4	4,9	-4,0	3,6	3,5	5,2	10,7	2,9	1,4	2,7	126,0
2009 lug.	12,2	-2,7	4,7	-6,7	3,0	3,1	5,2	10,9	1,9	0,6	1,8	143,8
ago.	13,6	-4,1	4,6	-9,3	2,6	2,5	5,5	11,5	1,1	0,1	1,3	172,7
set.	12,8	-5,3	3,6	-8,8	1,8	1,6	5,6	13,6	1,0	-0,3	0,9	138,1
ott.	11,8	-7,2	2,3	-11,8	0,3	0,6	6,5	15,2	0,5	-0,8	0,3	62,3
nov. ⁴⁾	12,6	-8,6	1,9	-12,9	-0,2	.	6,9	13,3	0,4	-0,7	0,1	58,3

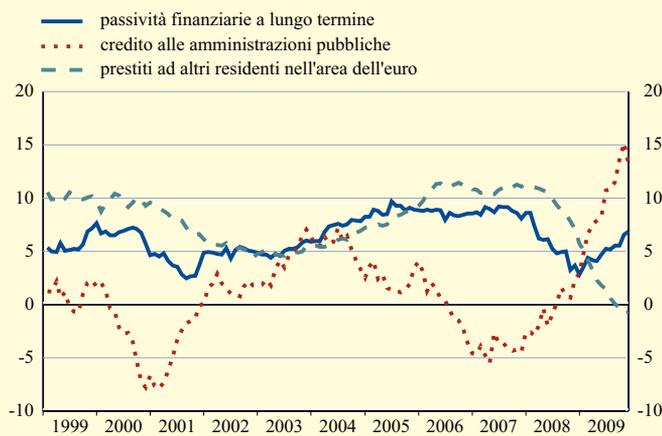
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

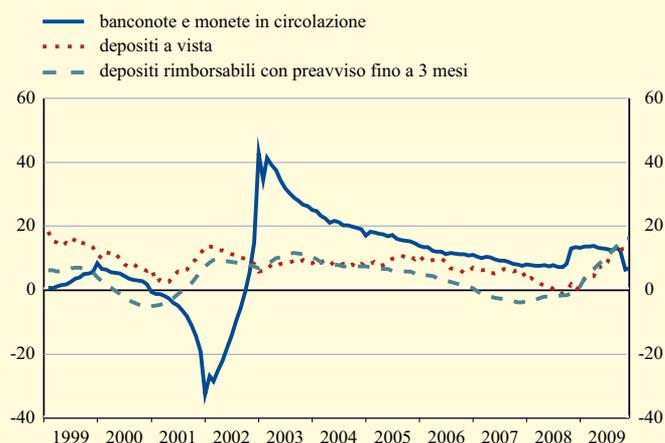
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

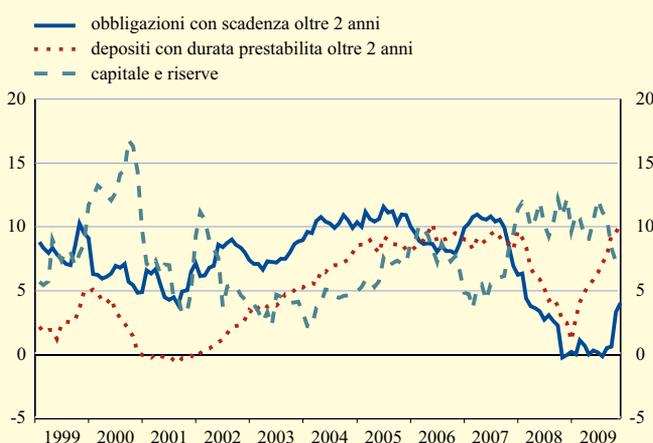
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	625,6	3.204,9	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	1.606,7
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	1.639,5
2° trim.	734,2	3.502,6	2.199,6	1.694,8	351,3	742,2	182,0	2.607,9	129,4	2.118,4	1.695,1
2009 lug.	733,6	3.599,0	2.125,3	1.721,2	328,9	747,0	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	750,8	150,8	2.622,2	133,5	2.174,9	1.719,7
ott.	745,2	3.738,8	1.946,2	1.784,5	300,6	744,7	139,3	2.613,4	134,9	2.161,1	1.729,5
nov. ^(p)	753,6	3.708,5	1.918,2	1.793,5	310,3	726,6	129,1	2.626,4	134,0	2.188,1	1.779,9
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	64,4
3° trim.	13,1	154,4	-165,6	64,7	-24,3	7,4	-32,4	32,0	4,1	58,9	4,8
2009 lug.	-0,6	96,3	-74,2	26,5	-22,4	4,5	-9,0	10,8	1,5	15,5	-6,9
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	18,7	3,0	-8,9	-3,0	1,3	25,2	-3,1
ott.	-2,2	83,8	-77,8	25,1	-26,3	-5,3	-12,3	-5,3	1,5	-0,3	7,0
nov. ^(p)	8,5	-29,6	-27,4	9,0	9,7	-19,9	-8,9	17,6	-0,9	14,9	28,8
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	10,7
set.	12,5	12,8	-17,8	14,9	-2,9	3,1	-47,2	0,7	15,0	9,4	8,4
ott.	6,5	12,9	-21,6	16,2	-11,8	2,7	-50,3	3,4	14,3	9,6	7,3
nov. ^(p)	6,8	13,8	-23,8	16,3	-6,3	-1,0	-53,0	4,1	11,4	10,2	6,9

F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ⁴⁾			
	Totale	Altri intermediari finanziari ³⁾	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
2009 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	1.003,7	4.751,5	1.242,4	955,4	2.553,7	4.909,9	630,5	3.510,0	769,4
ott.	91,9	997,1	4.730,4	1.224,5	948,3	2.557,6	4.918,9	628,3	3.520,3	770,4
nov. ^(p)	88,2	1.008,4	4.721,5	1.211,8	940,6	2.569,0	4.935,5	629,5	3.529,2	776,8
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	88,6	419,3	87,1	120,1	212,2	80,7	10,5	53,0	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	-20,7	-27,6	-38,1	-15,9	26,5	26,9	1,9	21,2	3,7
2009 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	5,5	-9,4	-9,1	-4,8	4,5	13,1	1,6	8,9	2,6
ott.	-5,7	-5,2	-16,0	-18,3	-5,4	7,7	10,1	-1,4	10,0	1,5
nov. ^(p)	-3,7	12,4	-8,2	-11,9	-6,7	10,4	16,9	0,5	8,9	7,4
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	10,1	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 mar.	-6,0	3,8	6,1	-0,5	11,0	8,1	0,4	0,8	0,1	1,3
giu.	-0,2	1,8	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	-0,2	-0,2	-10,2	2,2	4,5	-0,3	-1,1	-0,6	1,4
ott.	-11,9	-1,4	-1,2	-11,7	0,9	3,8	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
nov. ^(p)	-13,4	0,3	-1,9	-12,1	-1,2	3,6	0,5	-1,0	0,3	2,5

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'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.

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 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	1.015,3	579,9	188,8	246,6	4.740,6	1.236,0	954,7	2.549,9
ott.	93,7	68,4	7,9	17,5	987,9	564,5	176,0	247,5	4.720,2	1.218,0	948,9	2.553,2
nov. ^(p)	89,3	64,5	7,6	17,1	1.005,5	586,7	173,0	245,9	4.718,1	1.213,1	940,8	2.564,2
Transazioni												
2008	-4,0	-3,1	-1,8	0,9	89,5	26,9	20,3	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	-8,5	-18,2	4,0	5,7	-53,0	-58,4	-16,7	22,1
2009 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	31,8	26,7	5,3	-0,2	-7,1	-3,7	-4,9	1,5
ott.	-3,8	-4,7	0,2	0,7	-25,9	-20,1	-6,7	0,9	-15,2	-18,4	-4,1	7,2
nov. ^(p)	-4,5	-3,8	-0,2	-0,4	18,7	22,9	-2,9	-1,4	-1,4	-4,3	-7,1	10,0
Variazioni percentuali												
2008 dic.	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,4	5,3	13,7	22,0	9,5	6,8	13,9	9,4
2009 mar.	-5,6	-7,7	-18,0	10,3	3,7	-4,7	19,4	17,2	6,2	-0,5	11,0	8,1
giu.	0,2	0,7	-3,7	0,6	1,7	-4,4	13,2	11,0	2,7	-5,8	7,2	5,9
2009 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	-0,3	-5,7	10,6	6,5	-0,2	-10,2	2,2	4,5
ott.	-12,0	-17,3	38,1	-2,3	-1,5	-8,2	8,4	9,6	-1,2	-11,7	0,9	3,8
nov. ^(p)	-13,6	-18,2	37,5	-8,5	0,3	-3,6	3,8	8,2	-1,9	-12,1	-1,2	3,5

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 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.	4.917,0	632,0	134,5	195,9	301,7	3.515,3	15,7	64,3	3.435,3	769,7	149,1	88,0	532,6
ott.	4.922,3	630,3	133,1	195,3	301,8	3.522,9	15,6	64,2	3.443,1	769,2	146,6	87,7	534,8
nov. ^(p)	4.939,9	628,9	132,8	194,7	301,4	3.531,6	15,5	64,3	3.451,8	779,4	151,7	87,5	540,2
Transazioni													
2008	80,0	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,4	1,1	-3,8	55,1	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.	26,1	0,0	-1,4	-0,1	1,4	26,8	0,0	0,2	26,5	-0,7	-5,0	-0,1	4,5
2009 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.	18,7	2,6	1,2	0,8	0,6	12,1	0,0	0,1	11,9	4,0	3,0	0,0	1,0
ott.	6,4	-0,9	-1,2	-0,3	0,5	7,3	-0,1	-0,3	7,7	0,0	-2,4	-0,1	2,5
nov. ^(p)	17,9	-2,1	-0,1	-0,5	-1,5	8,7	-0,1	0,1	8,7	11,2	5,0	-0,2	6,4
Variazioni percentuali													
2008 dic.	1,7	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.	0,4	0,8	0,0	-4,5	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 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	-1,1	-2,5	-4,4	1,7	-0,5	-8,5	-9,7	-0,3	1,5	-2,8	-3,8	3,7
ott.	-0,1	-1,3	-3,2	-4,0	1,4	-0,2	-9,6	-9,3	0,0	1,6	-2,8	-3,5	3,8
nov. ^(p)	0,5	-1,0	-1,3	-3,8	1,1	0,3	-9,7	-8,1	0,5	2,5	-2,0	-2,6	4,8

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.

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

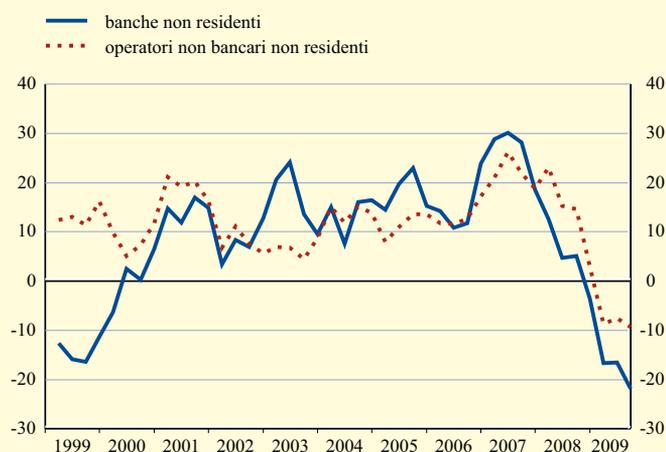
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(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)

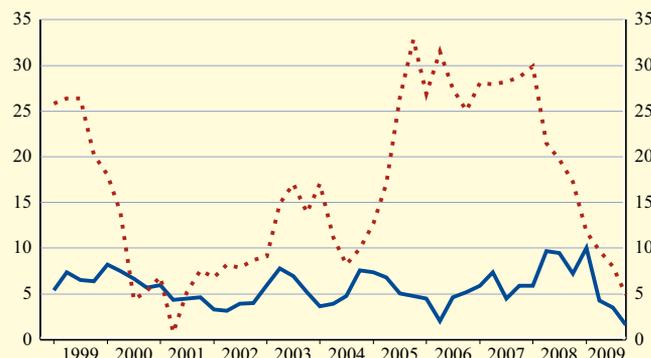
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	1.865,0	314,5	333,9	948,7	14,4	0,2	253,3
ott.	745,2	85,6	90,0	548,0	2,0	1,4	18,3	1.820,7	320,6	324,3	926,0	15,8	0,1	233,9
nov. ⁴⁾	736,5	84,6	82,0	545,7	2,0	1,4	20,8	1.849,6	324,9	331,5	939,2	16,1	0,0	237,8
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	-22,3	-22,8	-1,5	3,2	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	32,1	8,8	-9,2	4,7	0,0	0,0	27,8
ott.	2,5	2,5	3,3	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-30,4	6,4	-9,3	-9,4	1,4	0,0	-19,4
nov. ⁴⁾	-8,9	-0,9	-8,1	-2,4	0,0	0,0	2,4	17,5	4,5	7,6	1,2	0,3	-0,1	3,9
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	4,9	1,7	-25,3	15,7	24,0	-	36,3
ott.	1,0	1,1	-1,1	1,9	16,2	-	-12,7	2,0	0,9	-26,6	13,7	32,9	-	20,4
nov. ⁴⁾	-0,8	-1,6	-14,7	1,6	31,1	-	5,6	3,9	7,5	-24,8	13,3	37,9	-	23,0

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

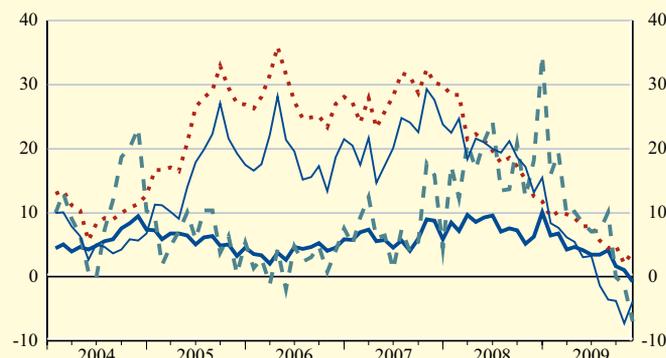
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Include i fondi di investimento.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

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

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

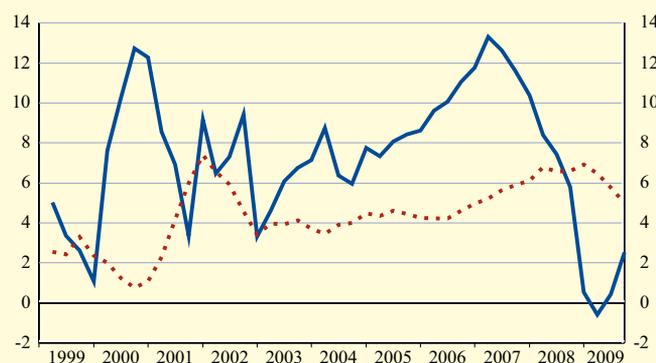
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	1.477,2	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	459,4	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.	1.558,6	962,2	442,6	78,6	58,5	1,5	15,1	5.513,7	2.085,0	1.040,7	573,6	1.650,8	123,8	39,9
nov. ⁴⁾	1.562,3	970,1	435,2	80,2	59,6	1,6	15,7	5.511,7	2.098,9	1.010,8	584,3	1.654,4	124,7	38,5
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.	9,9	12,1	-2,1	0,6	1,4	0,0	-2,2	13,5	32,1	-43,7	12,8	13,1	2,5	-3,3
nov. ⁴⁾	4,3	8,2	-7,2	1,6	1,1	0,0	0,6	-1,9	14,1	-29,9	10,8	3,7	0,9	-1,4
Variazioni percentuali														
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 dic.	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 mar.	-0,6	1,2	-6,2	13,2	31,2	-9,5	-21,9	6,5	6,8	15,1	-4,6	6,6	4,7	-35,8
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.	3,6	11,9	-15,4	18,5	137,1	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,1	10,6	14,3	15,4	-60,6
nov. ⁴⁾	4,0	11,5	-15,3	21,4	131,9	19,4	-37,1	3,5	16,8	-25,5	13,5	14,3	12,2	-59,5

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

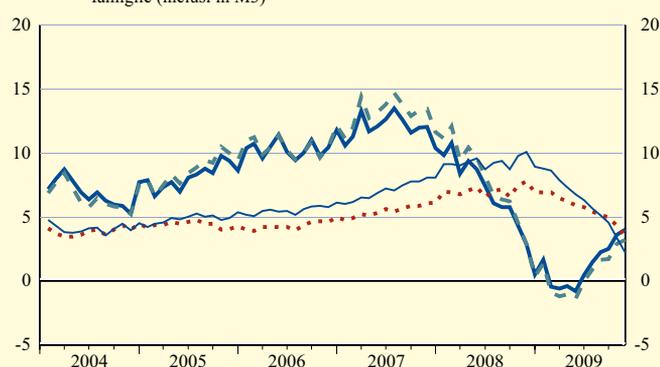
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
 — famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

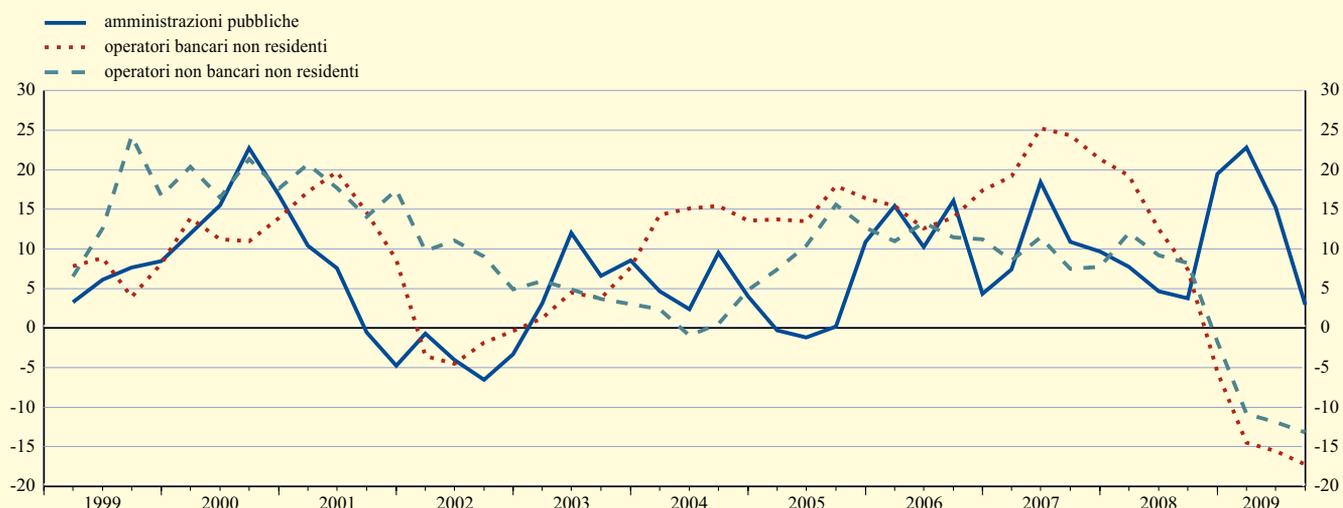
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3.430,0	2.561,5	868,6	128,5	740,1
2007	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.

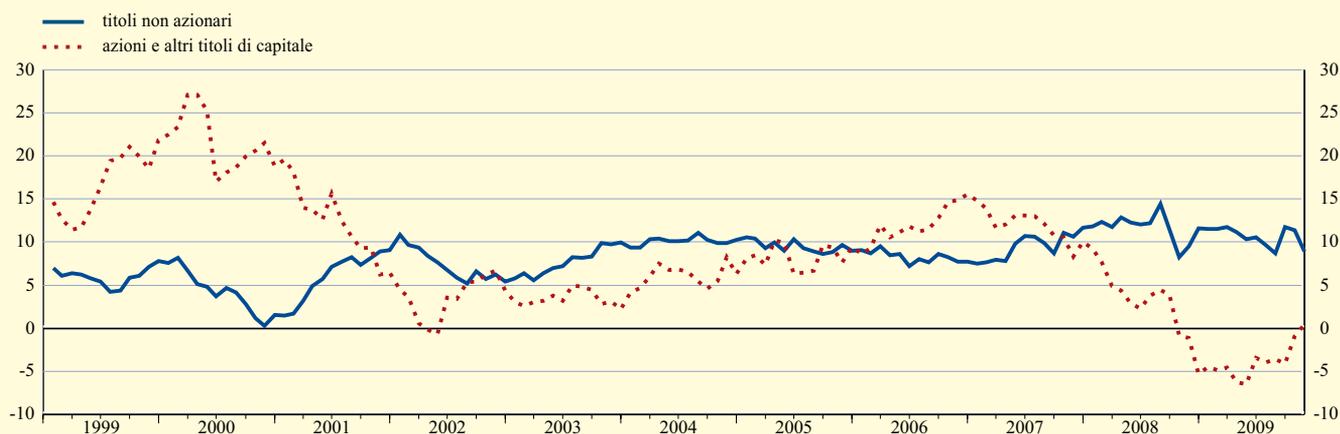
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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.	6.295,6	2.015,6	103,0	1.486,8	18,1	1.445,8	46,1	1.180,1	1.498,5	442,5	779,5	276,5
ott.	6.271,4	1.992,0	102,8	1.500,2	17,3	1.447,6	42,4	1.169,1	1.502,2	443,6	781,6	277,1
nov. ^(p)	6.255,8	1.994,8	103,0	1.503,6	15,7	1.447,4	41,6	1.149,6	1.515,1	437,6	801,4	276,0
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.	19,6	-4,2	-0,3	34,4	-1,8	-7,0	-0,4	-1,1	7,8	15,7	-6,3	-1,6
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.	-1,8	-18,1	-0,1	25,9	0,6	-2,1	-0,2	-7,8	-0,5	-1,2	7,8	-7,0
ott.	-22,7	-22,2	0,1	13,7	-0,7	-0,6	-3,5	-9,6	6,7	2,1	3,5	1,1
nov. ^(p)	-9,5	-0,1	1,4	2,3	-1,6	-0,1	-0,3	-11,1	14,0	2,4	12,5	-0,9
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.	11,8	11,3	4,1	24,3	15,5	22,0	-5,1	-5,8	-4,2	4,2	-8,9	-2,6
ott.	11,4	8,5	5,7	26,8	-0,2	17,5	-9,5	-2,5	-0,9	7,9	-5,0	-2,3
nov. ^(p)	8,9	5,8	10,9	23,1	-3,8	13,4	-9,4	-3,4	0,4	9,0	-2,8	-3,4

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 famiglie³⁾

	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 dic.	-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 dic.	-4,6	-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.	-0,7	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	-0,2
nov. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,3

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 dic.	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008 dic.	-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.	-3,1	-0,8	-0,8	-1,5	-0,5	-0,2	-0,3
ott.	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-0,3
nov. ^(p)	-1,4	-0,2	-0,5	-0,6	-0,2	0,1	-0,2

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 dic.	-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 dic.	-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.	2,3	1,5	0,0	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,7	-3,2	-1,0	-1,7	-0,5
nov. ^(p)	2,3	1,0	0,0	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,2	-0,8	-0,2	-0,2

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.	6.626,9	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)	6.287,9	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.060,5	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	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2006	4.470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 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)	5.202,2	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.	6.216,3	-	-	-	-	-	11.834,4	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
3° trim. ^(p)	5.900,9	-	-	-	-	-	11.764,8	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)	2.118,6	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.996,9	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; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2009 apr.	4.482,1	403,5	1.737,2	1.190,5	611,9	193,4	345,6
mag.	4.596,4	414,7	1.773,4	1.240,1	620,1	194,1	354,1
giu.	4.710,0	378,1	1.872,8	1.251,5	627,6	200,7	379,2
lug.	4.987,0	370,8	1.937,6	1.441,3	655,6	201,7	379,9
ago.	5.088,1	374,5	1.968,7	1.495,8	662,4	202,0	384,7
set.	5.150,4	347,6	1.997,8	1.542,8	681,1	197,3	383,8
ott. ^(p)	5.131,9	346,4	2.017,8	1.507,3	681,0	198,5	380,9
Transazioni							
2009 1° trim.	-76,2	-23,1	-0,2	-9,1	-5,3	2,8	-41,4
2° trim.	106,7	-0,7	99,8	19,5	2,2	9,7	-23,8
3° trim.	163,3	-10,1	68,7	109,0	10,3	-3,1	-11,5

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			Detenute da non residenti nell'area dell'euro
				Fondi di investimento			
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2009 apr.	4.482,1	104,4	4.085,0	3.343,1	426,8	742,0	292,5
mag.	4.596,4	105,9	4.195,0	3.427,3	437,1	767,7	295,5
giu.	4.710,0	98,6	4.276,9	3.494,6	457,2	782,3	334,4
lug.	4.987,0	103,1	4.528,2	3.701,7	483,3	826,4	355,6
ago.	5.088,1	106,1	4.633,0	3.784,3	493,3	848,7	348,9
set.	5.150,4	96,4	4.729,4	3.860,0	514,0	869,5	324,6
ott. ^(p)	5.131,9	95,7	4.717,6	3.848,0	518,3	869,6	318,7
Transazioni							
2009 1° trim.	-76,2	-15,7	-22,8	-13,9	24,1	-8,8	-37,7
2° trim.	106,7	0,3	93,0	74,7	20,8	18,3	13,5
3° trim.	163,3	0,7	179,5	86,5	17,6	93,0	-16,8

3. Quote di fondi di investimento suddivise per strategia di investimento e tipologia di fondo

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia		Per memoria: fondi comuni monetari	
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti		Fondi chiusi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2009 mar.	3.904,8	1.265,9	909,8	1.071,2	214,9	78,2	364,9	3.839,4	65,5	1.307,6
apr.	4.085,0	1.294,2	1.015,6	1.101,1	218,5	81,7	373,8	4.018,2	66,8	1.315,6
mag.	4.195,0	1.348,1	1.078,9	1.087,4	221,1	79,2	380,3	4.128,2	66,7	1.295,4
giu.	4.276,9	1.425,5	1.077,6	1.093,0	221,0	79,2	380,6	4.209,3	67,6	1.269,1
lug.	4.528,2	1.485,2	1.242,1	1.111,6	222,9	78,1	388,3	4.462,9	65,2	1.285,4
ago.	4.633,0	1.510,2	1.290,7	1.139,9	225,5	78,1	388,6	4.567,9	65,1	1.285,2
set.	4.729,4	1.531,0	1.344,7	1.165,0	219,3	77,3	392,1	4.664,0	65,4	1.253,0
ott. ^(p)	4.717,6	1.545,0	1.315,8	1.175,9	224,1	75,7	381,0	4.652,2	65,3	1.246,2
Transazioni										
2009 apr.	4,8	6,4	6,7	-0,3	1,4	-3,3	-6,1	3,5	1,3	5,1
mag.	18,3	12,1	12,4	-2,9	1,0	-3,1	-1,3	18,4	-0,1	-1,6
giu.	69,9	60,8	2,3	-13,8	7,7	7,4	5,5	69,5	0,3	-28,2
lug.	128,0	40,6	85,1	0,4	-1,4	-1,8	4,9	130,3	-2,4	16,4
ago.	28,2	11,8	9,8	7,4	1,6	-0,8	-1,4	28,4	-0,1	3,9
set.	23,3	4,1	8,8	13,1	-1,6	-0,1	-0,9	22,8	0,5	-29,2
ott. ^(p)	26,3	10,2	3,2	13,9	3,2	0,4	-4,6	26,3	0,0	-5,8

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari (riportati "per memoria" nella colonna 10 della tavola 3 di questa sezione). Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.10 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento ¹⁾, suddivisi per emittente

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo transazioni nel periodo)

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2008 4° trim.	1.708,4	1.206,2	335,0	617,3	150,2	3,2	100,4	502,1	130,7	163,6	25,5
2009 1° trim.	1.710,6	1.233,9	340,9	628,6	151,6	4,0	108,7	476,6	142,3	183,5	22,6
2° trim.	1.872,8	1.293,7	357,9	635,7	173,2	3,9	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
3° trim. ^(p)	1.997,8	1.383,3	388,5	668,1	185,8	4,9	135,9	614,5	180,1	234,6	22,0
Transazioni											
2009 1° trim.	-0,2	24,3	7,4	7,2	2,6	1,1	6,0	-24,4	13,2	14,7	-2,4
2° trim.	99,8	32,0	3,5	10,1	11,3	-0,8	7,9	67,8	6,8	48,7	-2,6
3° trim. ^(p)	68,7	46,2	10,7	19,4	6,1	0,4	9,6	22,5	11,2	3,6	-0,8

2. Azioni e altri titoli (diversi dai fondi di investimento e i fondi comuni monetari)

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2008 4° trim.	1.156,0	582,4	67,6	-	31,1	26,3	456,1	573,5	103,3	183,7	60,6
2009 1° trim.	1.070,5	502,9	48,1	-	26,1	19,8	408,7	567,5	89,3	190,8	47,9
2° trim.	1.251,5	566,0	69,8	-	28,6	16,8	450,1	685,5	110,8	210,9	59,7
3° trim. ^(p)	1.542,8	700,1	97,1	-	35,1	24,7	543,0	842,7	126,9	265,0	61,7
Transazioni											
2009 1° trim.	-9,1	-30,9	-14,3	-	-4,8	-2,3	-9,1	22,0	-5,7	20,3	-6,2
2° trim.	19,5	-4,2	1,3	-	-1,4	-3,4	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
3° trim. ^(p)	109,0	31,6	7,1	-	3,3	2,3	19,6	77,4	2,3	33,9	1,4

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari ²⁾

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2008 4° trim.	621,9	494,6	93,9	-	400,7	-	-	127,3	13,3	19,4	0,4
2009 1° trim.	594,6	492,9	85,1	-	407,8	-	-	101,8	9,5	15,9	0,3
2° trim.	627,6	540,1	82,9	-	457,2	-	-	87,5	12,9	16,2	0,4
3° trim. ^(p)	681,1	592,5	78,5	-	514,0	-	-	88,5	14,4	19,4	0,3
Transazioni											
2009 1° trim.	-5,3	17,2	-6,9	-	24,1	-	-	-22,5	-3,1	-3,7	0,0
2° trim.	2,2	15,8	-5,1	-	20,8	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
3° trim. ^(p)	10,3	11,8	-5,8	-	17,6	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
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 DSP				245,2				
Banconote, monete e depositi		6.242,5	1.706,8	2.181,1	1.820,2	871,1	736,1	4.077,6
Titoli di debito a breve termine		60,4	107,0	137,5	371,0	345,3	25,5	795,5
Titoli di debito a lungo termine		1.310,7	220,5	4.442,4	1.664,5	2.035,0	316,8	3.037,4
Prestiti		67,5	2.631,3	12.765,8	2.266,8	367,8	444,3	1.811,4
<i>di cui a lungo termine</i>		49,5	1.460,0	9.724,0	1.757,0	304,9	355,9	.
Azioni e altre partecipazioni		3.493,2	5.812,9	1.541,0	3.399,0	1.826,1	1.111,3	4.353,1
Azioni quotate		523,7	998,2	412,8	1.373,1	395,2	223,3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.694,2	4.496,2	909,1	1.493,0	391,2	764,1	.
Quote di fondi di investimento		1.275,3	318,5	219,0	532,9	1.039,7	123,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.178,3	140,5	1,9	0,0	154,4	3,1	134,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		240,2	3.230,3	2.308,8	187,9	315,8	579,4	563,7
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
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 DSP				-0,4				0,4
Banconote, monete e depositi		74,1	41,6	-54,2	27,3	-13,3	17,1	-151,6
Titoli di debito a breve termine		-14,0	-28,5	-13,7	17,8	6,5	-0,8	64,9
Titoli di debito a lungo termine		16,1	-44,7	147,8	113,8	-16,0	35,9	23,0
Prestiti		0,3	14,0	61,8	-55,7	5,6	23,5	-56,5
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	7,7	58,7	-61,2	5,1	1,6	.
Azioni e altre partecipazioni		31,5	64,9	21,9	32,1	60,1	26,9	121,2
Azioni quotate		18,9	37,9	-0,5	-1,6	5,0	10,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		12,4	31,1	13,2	15,5	-3,4	17,0	.
Quote di fondi di investimento		0,1	-4,1	9,2	18,2	58,4	-0,1	.
Riserve tecniche di assicurazione		56,5	0,2	0,0	0,0	0,3	0,0	-2,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		28,5	12,7	-286,3	29,3	-0,3	9,6	-7,9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
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 DSP				-10,8				
Banconote, monete e depositi		0,0	-4,5	-21,0	-5,8	0,0	0,9	-42,0
Titoli di debito a breve termine		-0,7	18,0	-1,3	5,4	0,5	0,5	-20,0
Titoli di debito a lungo termine		17,2	-5,4	-3,5	19,4	11,1	-1,0	-1,8
Prestiti		0,0	-3,6	-34,2	-19,2	-1,5	0,3	-19,6
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	-3,6	-17,2	-21,7	-0,9	-0,4	.
Azioni e altre partecipazioni		233,3	361,8	62,2	317,8	65,2	21,6	196,8
Azioni quotate		90,7	95,8	43,1	188,3	39,3	21,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		91,1	250,0	35,8	110,3	5,2	-3,3	.
Quote di fondi di investimento		51,5	16,0	-16,7	19,2	20,6	3,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		53,9	3,5	0,0	0,0	28,5	0,0	-46,1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		2,3	-59,4	240,2	13,6	-17,4	-1,9	-11,8
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
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 DSP				234,0				
Banconote, monete e depositi		6.316,6	1.743,8	2.105,9	1.841,7	857,8	754,1	3.883,9
Titoli di debito a breve termine		45,7	96,5	122,4	394,2	352,3	25,2	840,5
Titoli di debito a lungo termine		1.344,0	170,3	4.586,7	1.797,6	2.030,1	351,7	3.058,6
Prestiti		67,8	2.641,7	12.793,4	2.192,0	371,9	468,1	1.735,3
<i>di cui a lungo termine</i>		49,5	1.464,1	9.765,5	1.674,0	309,1	357,1	.
Azioni e altre partecipazioni		3.758,0	6.239,6	1.625,0	3.748,9	1.951,3	1.159,7	4.671,0
Azioni quotate		633,3	1.131,9	455,4	1.559,8	439,5	254,5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.797,8	4.777,3	958,1	1.618,8	393,1	777,8	.
Quote di fondi di investimento		1.326,9	330,4	211,5	570,4	1.118,7	127,5	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.288,7	144,2	1,9	0,0	183,2	3,2	86,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		271,0	3.183,6	2.262,6	230,8	298,1	587,2	544,0
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area 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 DSP								
Banconote, monete e depositi			26,3	14.856,7	21,0	0,0	245,6	2.485,8
Titoli di debito a breve termine			308,5	255,5	96,2	10,7	943,3	228,0
Titoli di debito a lungo termine			481,7	2.800,0	2.193,5	31,5	4.859,7	2.660,8
Prestiti		5.716,4	8.205,0		1.828,2	214,7	1.260,3	3.130,4
<i>di cui a lungo termine</i>		5.344,4	5.687,8		826,8	80,4	1.068,8	.
Azioni e altre partecipazioni			9.621,7	2.446,1	5.043,6	387,4	4,2	4.033,4
Azioni quotate			2.514,0	318,1	93,8	122,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.107,7	924,9	1.152,2	265,4	4,2	.
Quote di fondi di investimento				1.203,1	3.797,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,7	330,9	62,9	0,8	5.184,0	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		588,8	2.882,1	2.593,3	215,3	254,8	400,0	491,8
<i>Ricchezza finanziaria 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 DSP								
Banconote, monete e depositi			0,5	14,8	-0,9	0,0	8,2	-81,5
Titoli di debito a breve termine			8,1	-49,5	-0,2	-1,0	68,5	6,4
Titoli di debito a lungo termine			25,1	47,9	67,4	-1,1	113,6	22,9
Prestiti		31,1	12,3		-61,4	-0,2	50,3	-39,1
<i>di cui a lungo termine</i>		27,8	40,3		-75,5	-0,2	29,1	.
Azioni e altre partecipazioni			78,1	3,6	188,5	0,3	0,0	88,0
Azioni quotate			26,2	12,0	1,4	0,0	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			51,9	9,4	29,5	0,3	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-17,8	157,6			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	0,6	2,1	0,0	52,0	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		9,9	17,5	-171,9	0,4	-26,9	-22,3	-20,9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria 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 DSP								
Banconote, monete e depositi			0,0	-50,3	0,0	0,0	0,0	-22,2
Titoli di debito a breve termine			11,3	0,6	0,6	0,0	-1,0	-9,3
Titoli di debito a lungo termine			-2,0	2,0	24,9	-0,1	-20,5	31,6
Prestiti		-0,6	-19,2		-40,5	-1,4	-2,6	-13,6
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,1	-5,1		-44,5	-1,5	-2,7	.
Azioni e altre partecipazioni			628,0	134,6	312,1	27,2	0,3	156,5
Azioni quotate			302,9	119,5	25,5	19,4	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			325,0	27,2	55,6	7,8	0,3	.
Quote di fondi di investimento				-12,1	231,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	39,9	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-0,7	-114,9	218,6	7,8	11,4	37,2	6,2
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria 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 DSP								
Banconote, monete e depositi			26,8	14.821,2	20,1	0,0	253,8	2.382,1
Titoli di debito a breve termine			327,9	206,6	96,6	9,7	1.010,8	225,1
Titoli di debito a lungo termine			504,8	2.849,9	2.285,8	30,3	4.952,9	2.715,4
Prestiti		5.746,9	8.198,1		1.726,3	213,0	1.308,1	3.077,7
<i>di cui a lungo termine</i>		5.372,1	5.723,0		706,8	78,7	1.095,3	.
Azioni e altre partecipazioni			10.327,7	2.584,3	5.544,2	414,9	4,5	4.277,9
Azioni quotate			2.843,1	449,5	120,6	141,4	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.484,6	961,5	1.237,4	273,5	4,5	.
Quote di fondi di investimento				1.173,3	4.186,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,8	331,5	65,1	0,8	5.275,8	0,5	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		598,0	2.784,7	2.640,0	223,4	239,3	414,9	477,1
<i>Ricchezza finanziaria 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 netta¹⁾	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 netta¹⁾	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
Bancnote, 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
Bancnote, 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

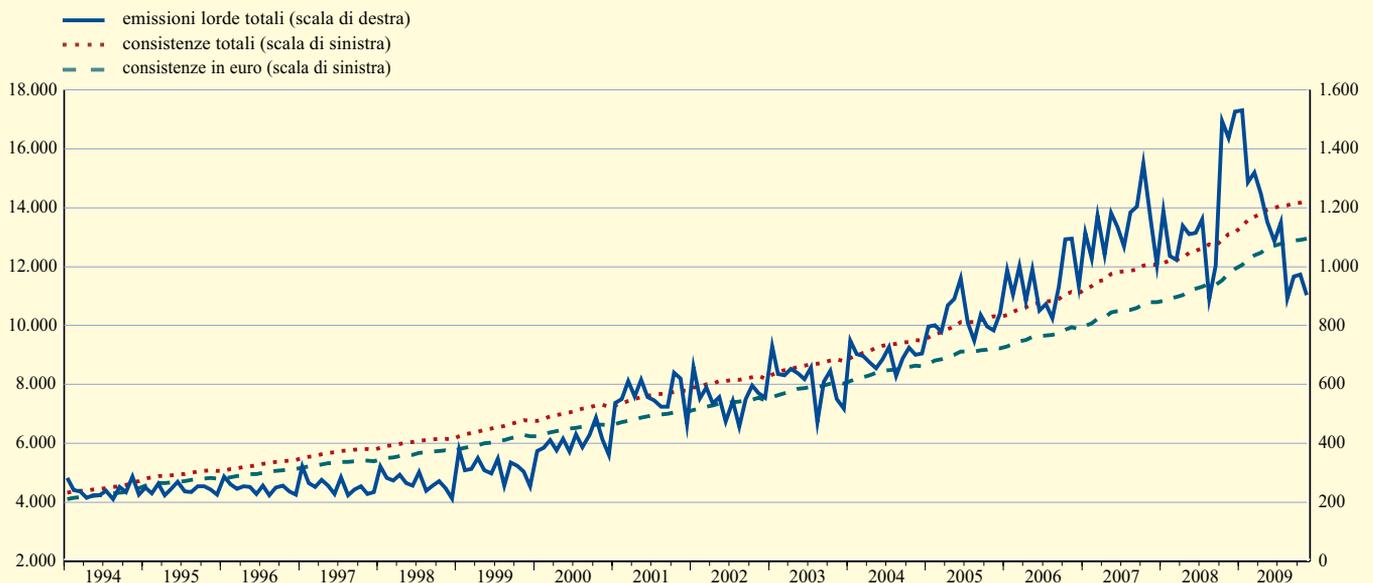
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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	11	12
Totale												
2008 nov.	13.952,9	1.421,9	217,9	11.763,7	1.369,3	227,3	13.095,9	1.436,7	212,6	8,1	192,0	11,0
dic.	14.139,0	1.538,6	189,6	11.916,4	1.450,0	156,4	13.169,1	1.527,2	143,3	9,5	229,5	13,1
2009 gen.	14.237,7	1.500,6	94,1	12.055,8	1.451,3	135,7	13.369,9	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
feb.	14.430,9	1.260,0	190,9	12.242,9	1.200,8	184,9	13.574,4	1.286,3	204,5	11,0	157,2	13,1
mar.	14.603,0	1.318,0	170,5	12.379,0	1.229,8	134,7	13.680,1	1.318,6	150,0	11,9	134,5	15,2
apr.	14.680,2	1.233,6	79,9	12.479,1	1.167,3	102,8	13.791,8	1.247,8	109,3	12,1	91,5	14,6
mag.	14.888,3	1.159,9	208,0	12.653,3	1.070,6	174,2	13.934,7	1.151,0	173,0	12,1	113,1	13,1
giu.	14.977,9	1.088,8	89,1	12.713,2	1.006,6	59,2	13.999,5	1.086,7	68,8	11,9	87,4	10,6
lug.	15.006,8	1.124,2	31,6	12.766,1	1.069,5	55,8	14.063,2	1.148,7	67,4	11,8	101,2	10,5
ago.	15.055,6	882,3	47,8	12.796,1	826,4	29,0	14.083,5	892,5	22,3	11,0	60,4	8,9
set.	15.163,6	965,3	106,9	12.876,8	882,1	79,6	14.155,6	965,8	83,7	12,0	145,1	9,0
ott.	.	.	.	12.900,4	900,8	24,2	14.179,3	972,1	27,0	11,0	1,3	7,5
nov.	.	.	.	12.955,7	843,4	55,5	14.233,4	903,9	59,7	9,6	35,7	6,3
A lungo termine												
2008 nov.	12.392,1	275,2	174,1	10.323,7	253,6	174,8	11.483,7	262,5	165,1	6,2	137,4	8,0
dic.	12.571,1	363,3	180,2	10.495,1	328,8	173,0	11.578,5	340,6	153,9	7,3	165,7	9,7
2009 gen.	12.647,4	291,6	74,1	10.584,6	276,7	88,3	11.712,7	300,2	88,9	8,1	115,4	10,5
feb.	12.817,8	301,4	169,3	10.747,0	270,4	161,4	11.886,2	297,5	173,6	9,2	136,4	10,6
mar.	12.998,2	319,8	150,6	10.917,3	280,2	140,6	12.021,0	301,8	141,7	10,3	139,0	13,2
apr.	13.074,5	292,2	79,5	10.985,7	257,4	71,6	12.099,2	276,2	75,0	10,3	71,7	14,0
mag.	13.277,7	339,1	204,3	11.155,8	281,3	171,4	12.250,1	301,6	175,5	10,6	112,8	13,3
giu.	13.398,3	313,1	119,0	11.264,5	274,5	106,7	12.377,9	308,3	126,9	10,8	99,7	11,9
lug.	13.421,9	269,3	25,9	11.294,6	247,9	32,5	12.416,3	272,8	41,4	10,8	82,7	11,2
ago.	13.478,4	130,7	56,3	11.336,1	108,1	41,3	12.456,3	121,0	45,4	10,5	93,6	10,3
set.	13.553,4	223,5	72,6	11.413,0	196,9	74,6	12.521,9	222,3	74,7	11,5	120,3	9,9
ott.	.	.	.	11.470,5	215,3	55,9	12.575,8	234,6	57,8	11,7	54,9	9,6
nov.	.	.	.	11.551,5	176,6	80,0	12.653,8	191,6	83,6	10,8	49,9	8,4

F15 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	5.048	1.505	653	4.534	327	1.138	841	59	109	116	12
2008	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.177	816	74	100	162	24
2008 4° trim.	13.169	5.267	1.924	701	4.937	340	1.486	1.006	136	107	209	28
2009 1° trim.	13.680	5.390	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
2° trim.	13.999	5.431	2.112	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
3° trim.	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	1.002	651	43	84	212	12
2009 ago.	14.083	5.437	2.141	768	5.383	354	892	628	27	74	155	8
set.	14.156	5.424	2.137	785	5.452	358	966	610	30	83	230	14
ott.	14.179	5.375	2.149	793	5.498	363	972	599	44	79	229	21
nov.	14.233	5.382	2.159	795	5.532	366	904	590	34	69	191	20
	A breve termine											
2007	1.287	788	36	100	345	18	946	754	18	101	64	9
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	26	92	101	19
2008 4° trim.	1.591	822	62	116	566	25	1.220	911	38	96	152	23
2009 1° trim.	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
2° trim.	1.622	785	37	85	699	16	866	631	14	69	139	13
3° trim.	1.634	751	31	82	752	19	797	569	10	71	139	8
2009 ago.	1.627	752	34	84	742	16	771	567	10	72	117	5
set.	1.634	751	31	82	752	19	743	525	10	63	134	11
ott.	1.604	710	35	80	760	18	738	513	14	62	134	13
nov.	1.580	706	34	75	746	19	712	515	9	58	115	15
	A lungo termine²⁾											
2007	10.779	4.260	1.468	553	4.189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2008 4° trim.	11.579	4.445	1.862	585	4.371	316	266	95	48	8	57	5
2009 1° trim.	12.021	4.552	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
2° trim.	12.378	4.645	2.075	672	4.650	335	295	118	48	21	102	7
3° trim.	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	205	82	33	14	72	4
2009 ago.	12.456	4.684	2.108	685	4.641	339	121	61	17	2	38	3
set.	12.522	4.673	2.106	703	4.700	339	222	85	19	20	95	2
ott.	12.576	4.665	2.114	713	4.739	345	235	85	29	17	95	8
nov.	12.654	4.676	2.124	721	4.786	347	192	75	25	11	76	5
	Di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2007	7.324	2.264	594	419	3.797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7.613	2.326	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2008 4° trim.	7.613	2.326	635	448	3.955	250	121	42	13	10	53	2
2009 1° trim.	7.933	2.393	702	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
2° trim.	8.248	2.492	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
3° trim.	8.375	2.527	768	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
2009 ago.	8.297	2.521	764	551	4.201	260	65	33	4	1	26	1
set.	8.375	2.527	768	569	4.251	259	174	55	13	20	86	1
ott.	8.436	2.535	768	580	4.289	264	168	56	8	16	83	5
nov.	8.504	2.549	772	589	4.329	265	140	47	11	11	68	2
	Di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2007	3.001	1.621	856	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3.476	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2008 4° trim.	3.476	1.725	1.198	127	363	64	129	39	83	1	3	2
2009 1° trim.	3.585	1.757	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
2° trim.	3.614	1.740	1.302	124	374	74	65	30	24	1	7	2
3° trim.	3.611	1.725	1.313	123	372	79	48	21	18	0	7	1
2009 ago.	3.634	1.747	1.318	123	368	78	40	17	12	0	9	2
set.	3.611	1.725	1.313	123	372	79	27	16	5	1	5	1
ott.	3.602	1.710	1.321	123	369	80	57	24	21	1	8	3
nov.	3.609	1.707	1.326	122	373	81	42	21	13	0	5	2

Fonte: BCE.

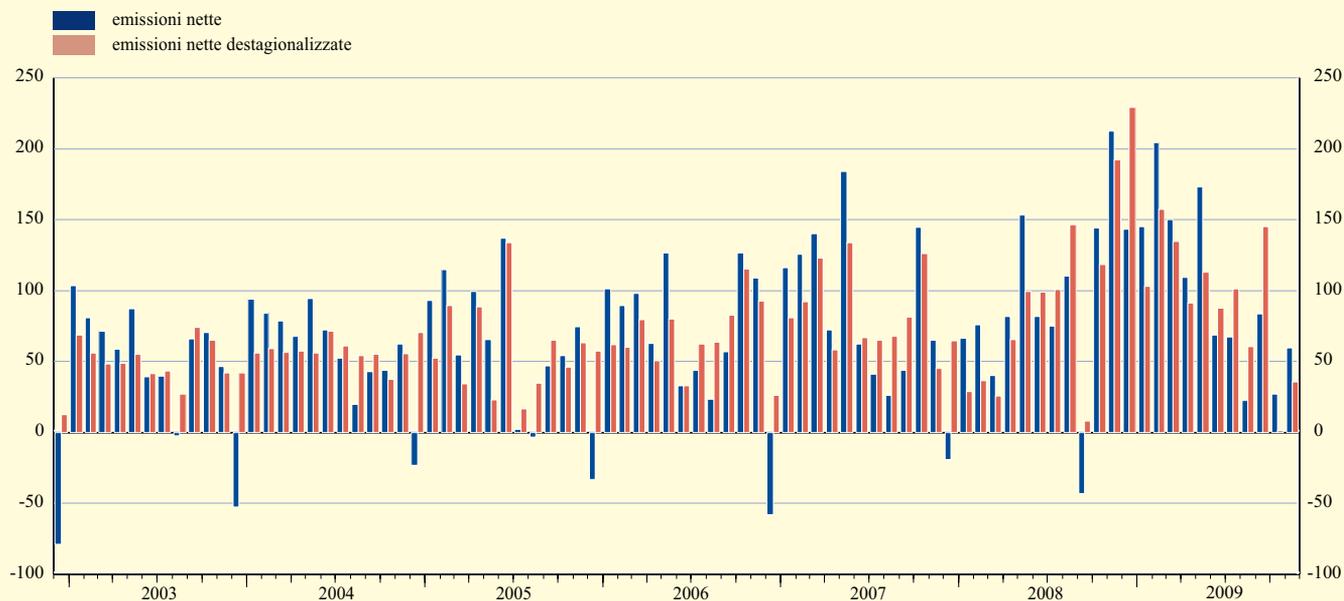
- 1) I dati mensili sulle emissioni lorde si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.
- 2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso 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	83,5	40,7	27,6	4,2	9,9	1,2	83,7	41,3	27,0	4,3	10,0	1,1
2008	95,1	23,1	34,9	4,2	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2008 4° trim.	166,7	11,3	80,7	6,2	63,0	5,5	179,9	21,4	55,7	9,3	90,6	2,9
2009 1° trim.	166,6	39,7	35,1	7,0	83,9	0,9	131,6	20,3	45,1	5,2	58,7	2,4
2° trim.	117,1	21,7	27,3	11,5	53,8	2,8	97,3	21,1	27,1	7,3	39,0	2,8
3° trim.	57,8	0,2	9,9	10,1	35,4	2,3	102,2	9,7	29,1	12,8	47,1	3,5
2009 ago.	22,3	-9,6	-4,3	-1,7	37,0	0,9	60,4	-0,5	7,3	2,8	48,9	1,9
set.	83,7	-7,7	-1,5	18,1	71,1	3,7	145,1	16,0	31,1	21,8	70,3	5,7
ott.	27,0	-47,9	13,3	8,9	47,3	5,5	1,3	-73,1	-7,7	7,0	71,3	3,9
nov.	59,7	9,3	10,8	2,8	34,1	2,7	35,7	12,0	1,5	2,3	19,5	0,3
A lungo termine												
2007	61,7	23,9	26,9	2,4	7,8	0,7	61,3	24,1	26,4	2,4	7,7	0,7
2008	65,7	16,2	32,8	2,8	13,3	0,6	65,0	16,3	32,0	2,9	13,2	0,5
2008 4° trim.	116,0	2,8	80,9	4,5	26,2	1,6	111,4	12,4	56,3	4,8	37,0	0,8
2009 1° trim.	134,7	24,9	41,9	12,9	52,0	3,0	130,3	16,2	52,0	14,4	44,7	2,9
2° trim.	125,8	36,1	28,8	15,9	41,3	3,7	94,8	25,4	27,9	12,2	25,7	3,5
3° trim.	53,9	12,1	12,0	11,0	17,4	1,4	98,9	22,3	31,4	12,9	29,8	2,5
2009 ago.	45,4	21,2	-3,2	-0,3	25,5	2,1	93,6	37,5	10,1	2,7	40,4	2,9
set.	74,7	-8,1	1,4	19,8	61,0	0,7	120,3	7,0	31,6	21,8	57,2	2,6
ott.	57,8	-6,2	8,6	10,6	39,2	5,6	54,9	-9,1	-12,5	10,7	61,4	4,4
nov.	83,6	13,4	11,6	8,2	47,8	2,6	49,9	17,9	2,2	7,6	22,1	0,2

Fl16 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 nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

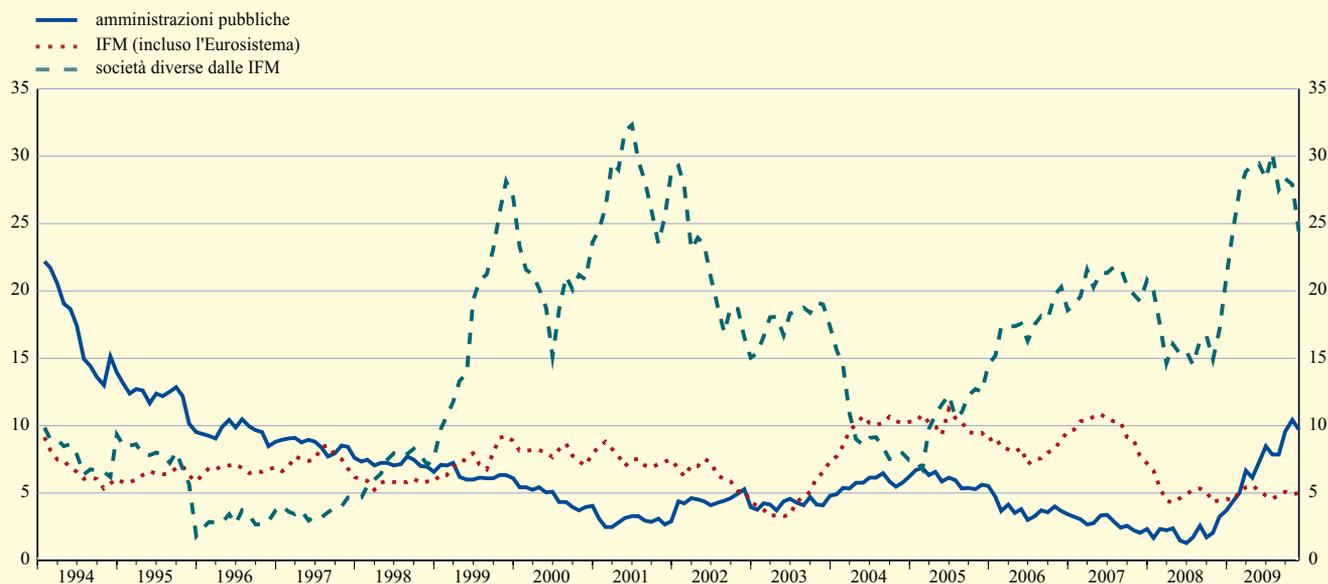
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

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

F17 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)



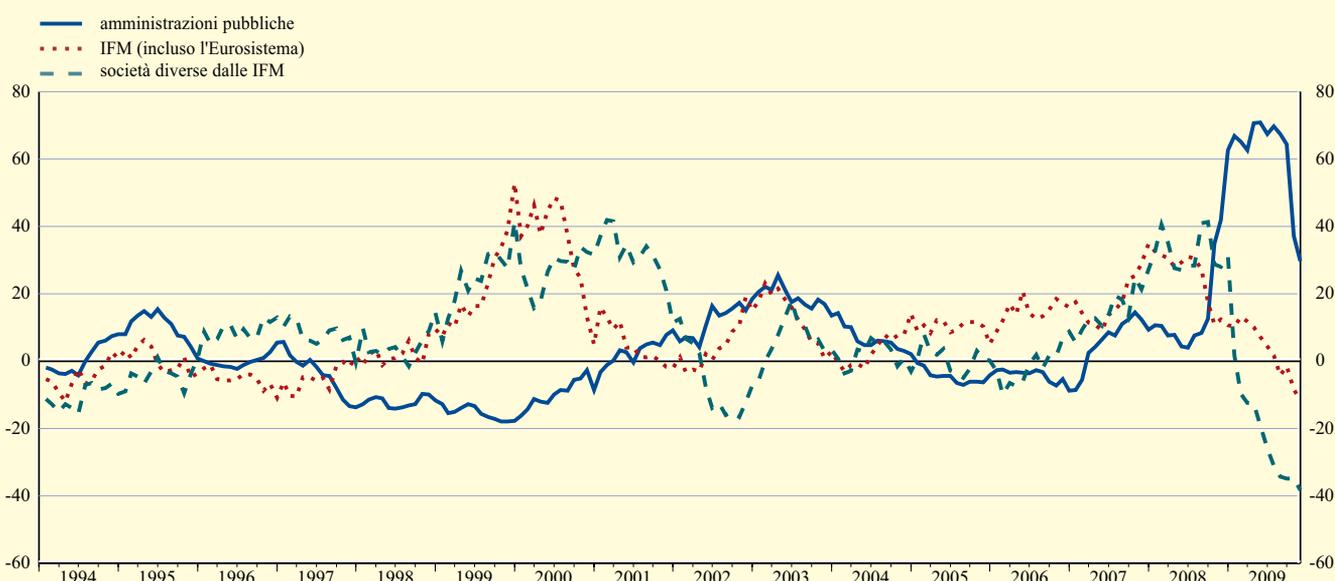
Fonte: BCE.

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'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	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	5,1	7,1	17,1	4,0	2,5	6,6	15,8	11,2	37,7	18,6	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,6	33,4	7,1	7,6	3,2
2008 4° trim.	3,2	4,5	4,8	5,3	2,3	-0,8	13,0	5,7	33,8	4,5	3,8	10,3
2009 1° trim.	6,1	4,9	13,0	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,6	0,8	11,1
2° trim.	9,0	6,8	20,3	21,2	7,5	4,8	14,6	3,3	44,1	-1,3	-0,6	19,9
3° trim.	10,6	7,2	24,7	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,6	-3,4	-1,6	25,1
2009 giu.	10,3	6,9	22,4	25,3	9,1	4,4	12,4	1,3	38,5	-1,3	0,1	23,4
lug.	10,4	6,7	25,8	28,6	8,6	3,9	12,4	1,5	39,3	-3,2	-2,3	23,7
ago.	10,5	7,4	24,7	28,2	8,7	3,5	10,6	0,9	34,1	-3,9	-3,8	25,9
set.	11,7	8,2	24,6	31,8	10,0	4,4	11,2	0,1	34,7	-5,0	2,9	28,2
ott.	12,7	8,5	26,0	34,1	11,1	6,4	9,6	-1,1	31,6	-4,5	1,3	26,1
nov.	12,5	9,4	25,3	35,2	10,1	7,1	7,1	-1,9	23,8	-4,4	1,7	25,8
	Euro											
2007	4,6	6,4	13,7	2,3	2,7	6,7	15,2	10,4	35,4	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,7	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2008 4° trim.	3,4	4,7	7,2	3,2	2,5	-1,3	15,4	7,7	36,5	5,2	4,0	9,3
2009 1° trim.	6,5	6,1	16,4	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,6	0,9	10,9
2° trim.	9,6	8,8	23,4	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,1	-2,0	-0,7	21,7
3° trim.	11,3	9,4	26,6	27,4	9,2	3,3	13,8	2,8	39,0	-4,0	-2,4	27,4
2009 giu.	10,9	8,8	24,5	24,1	9,4	3,8	14,9	3,1	41,5	-2,0	-0,2	25,5
lug.	11,0	8,8	27,8	27,4	8,9	3,3	14,8	3,4	41,9	-3,7	-3,0	25,9
ago.	11,2	9,6	26,7	27,5	9,0	2,8	12,6	2,6	36,2	-4,4	-4,9	28,3
set.	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,6	-5,9	1,7	30,5
ott.	13,3	11,0	27,2	33,5	11,2	5,7	11,4	0,5	33,1	-5,4	0,0	26,9
nov.	12,9	11,8	25,6	34,6	10,2	6,8	8,6	-0,6	25,0	-5,1	0,4	25,9

F18 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)

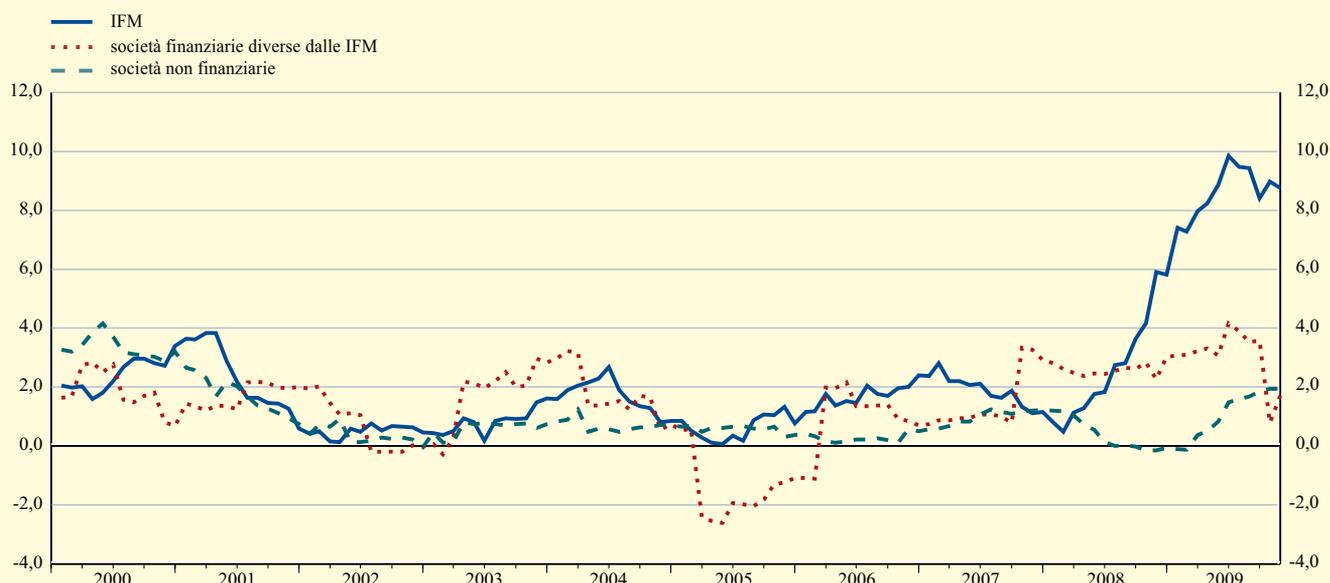
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	4.991,3	1,2
2008 gen.	5.766,2	104,4	1,3	889,8	0,8	497,0	2,8	4.379,4	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	4.391,7	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	3.980,3	0,1
lug.	4.972,7	104,6	0,6	691,6	2,8	427,9	2,5	3.853,2	0,0
ago.	4.999,3	104,6	0,6	665,5	2,8	438,0	2,7	3.895,7	0,0
set.	4.430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	381,8	2,6	3.436,1	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
ott.	4.085,6	107,8	2,7	568,1	9,0	322,1	0,8	3.195,4	1,9
nov.	4.098,6	108,1	2,7	567,6	8,8	313,5	1,7	3.217,5	1,9

FI9 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⁾

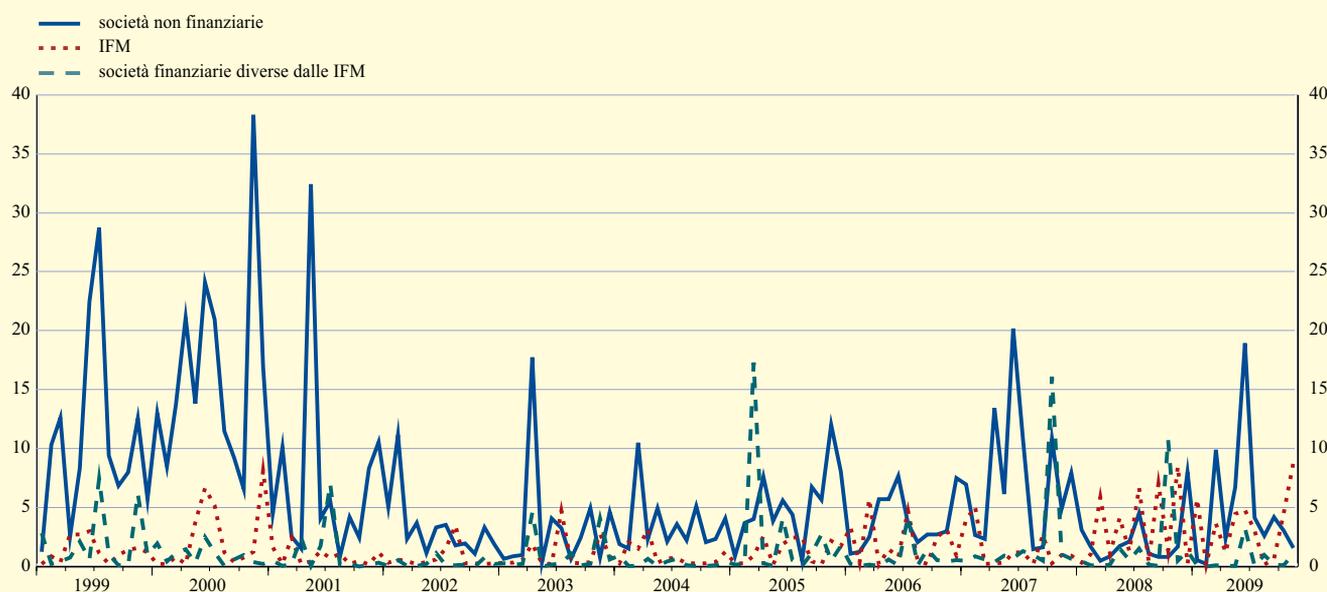
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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
ott.	7,6	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,0	0,2	2,8
nov.	11,4	0,2	11,2	8,8	0,0	8,8	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4

F20 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 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	1,99	2,72	0,56
nov.	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,10	2,92	0,58

2. Tassi di interesse sui prestiti alle famiglie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008 dic.	10,45	8,16	7,03	8,39	8,48	5,09	5,06	5,10	5,13	5,30	4,99	5,75	5,29
2009 gen.	10,14	8,27	7,03	8,63	8,66	4,37	4,77	4,92	5,00	4,86	4,43	5,44	5,23
feb.	10,15	8,06	6,65	8,49	8,35	3,97	4,54	4,80	4,89	4,60	4,08	5,03	5,16
mar.	9,94	7,51	6,51	8,31	8,05	3,65	4,34	4,61	4,72	4,38	3,83	4,72	5,05
apr.	9,71	7,43	6,50	8,27	8,05	3,38	4,21	4,55	4,68	4,22	3,54	4,69	4,90
mag.	9,62	7,87	6,44	8,17	8,08	3,22	4,15	4,50	4,58	4,12	3,60	4,71	4,90
giu.	9,55	7,30	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,54	4,76	4,95
lug.	9,31	7,67	6,49	8,04	8,02	3,03	4,09	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
ago.	9,26	7,96	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,21	4,74	4,82
set.	9,25	7,69	6,45	7,91	8,00	2,81	4,05	4,48	4,45	3,92	3,13	4,66	4,74
ott.	9,16	7,32	6,38	7,94	7,87	2,78	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
nov.	9,08	7,03	6,29	7,87	7,76	2,72	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,56	4,62

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 dic.	6,24	5,38	5,78	5,32	4,28	4,50	4,76
2009 gen.	5,65	4,73	5,46	5,24	3,52	3,95	4,58
feb.	5,38	4,32	5,24	4,96	3,12	3,51	4,23
mar.	5,08	4,03	5,06	4,74	2,85	3,22	3,87
apr.	4,72	3,82	5,00	4,60	2,54	3,34	4,01
mag.	4,64	3,73	5,00	4,52	2,48	3,21	3,98
giu.	4,55	3,64	4,85	4,49	2,57	3,08	3,71
lug.	4,34	3,56	4,78	4,32	2,37	2,89	3,90
ago.	4,24	3,42	4,67	4,24	2,31	2,80	3,83
set.	4,25	3,36	4,54	4,16	2,06	2,89	3,64
ott.	4,18	3,33	4,49	4,18	2,14	2,73	3,64
nov.	4,12	3,34	4,49	4,10	2,23	2,74	3,80

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'euro¹⁾
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

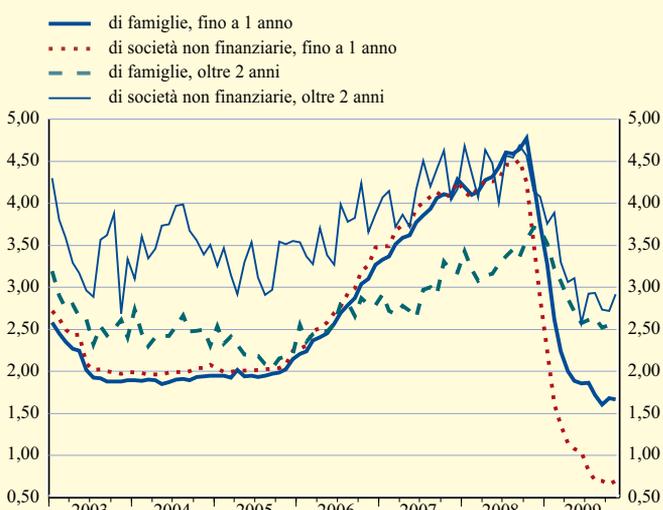
4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 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	3,48	4,11	3,09
feb.	0,90	3,98	3,17	2,49	3,98	1,10	3,17	4,00	2,68
mar.	0,80	3,78	3,06	2,31	3,87	0,93	2,80	3,87	2,29
apr.	0,66	3,54	3,11	2,22	3,75	0,77	2,50	3,84	1,95
mag.	0,61	3,38	3,04	1,98	3,62	0,74	2,36	3,70	1,79
giu.	0,56	3,25	3,07	1,95	3,52	0,63	2,19	3,65	1,63
lug.	0,52	3,07	3,03	1,86	3,38	0,56	1,97	3,53	1,53
ago.	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,54	1,90	3,39	1,53
set.	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45
ott.	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35
nov.	0,46	2,52	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,27

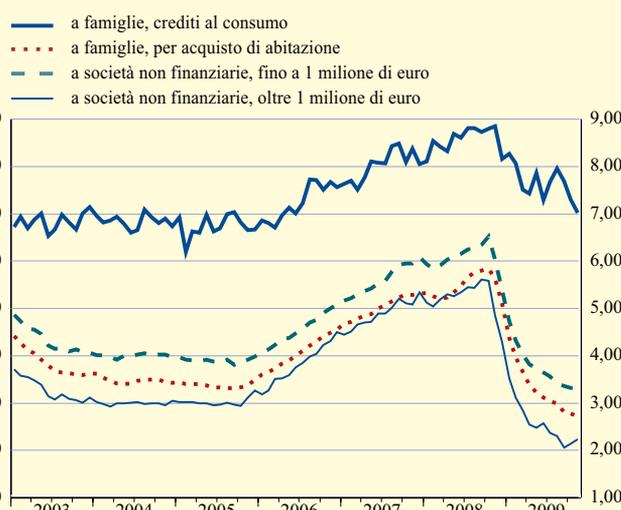
5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	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 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	3,97	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	3,72	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.	4,06	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
nov.	4,03	4,16	4,13	7,57	6,66	5,51	3,53	3,36	3,59

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F22 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.

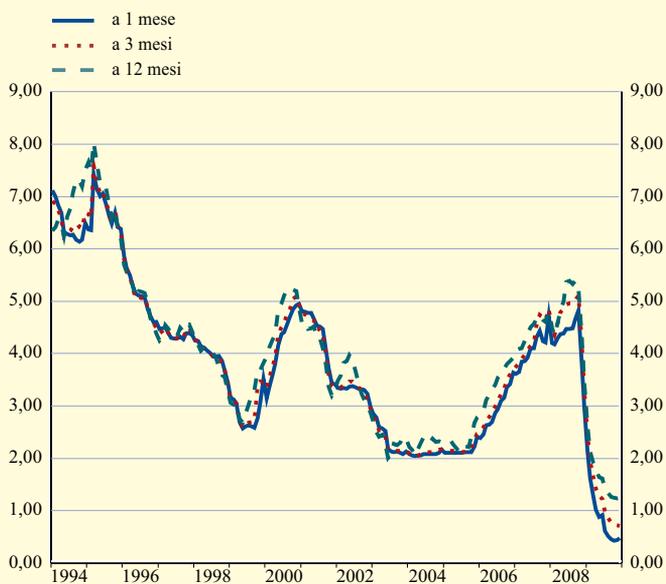
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
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
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2008 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
4° trim.	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2008 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
dic.	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28

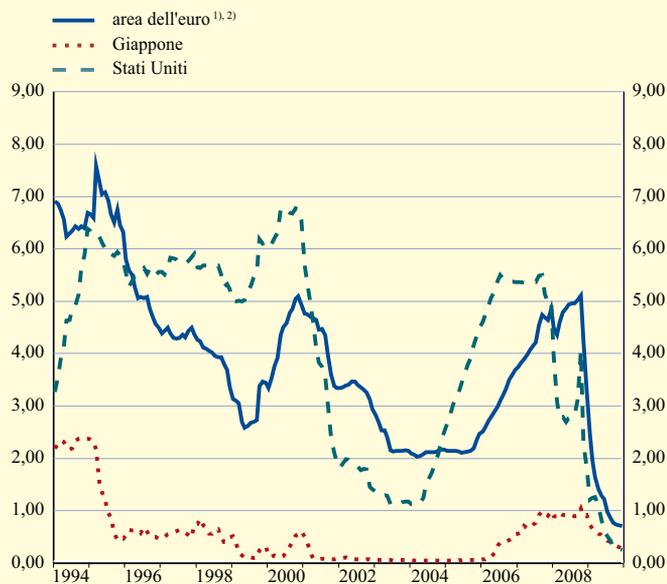
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 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'euro¹⁾

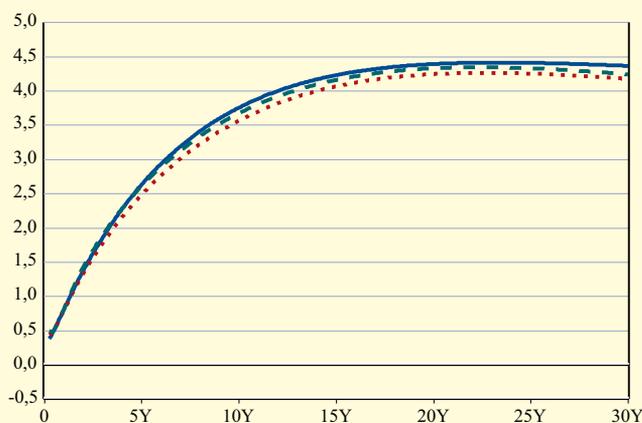
(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2008 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 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
dic.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20

F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)

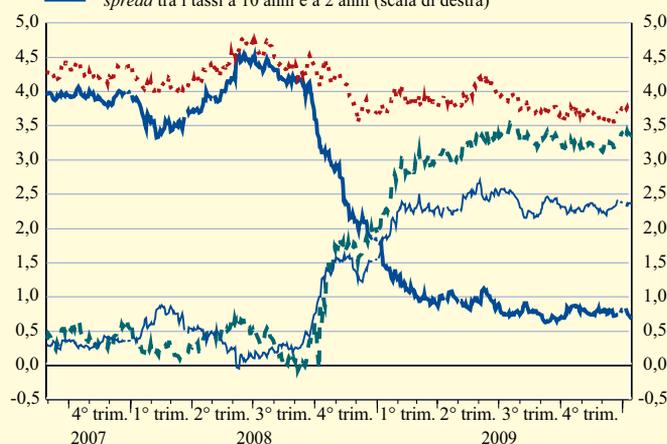
— novembre 2009
- - - ottobre 2009
- - - settembre 2009



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

— tasso a 1 anno (scala di sinistra)
- - - tasso a 10 anni (scala di sinistra)
- - - spread tra i tassi a 10 anni e a 3 mesi (scala di destra)
— spread tra i tassi a 10 anni e a 2 anni (scala di destra)



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	Petrolifero 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	
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
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2008 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
4° trim.	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2008 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
dic.	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0

F27 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 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	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,8	
nov.	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	1,4	0,1	0,4	0,8	
dic. ⁴⁾		0,9												

	Beni						Servizi						
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi			Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione						
in perc. del totale ³⁾	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 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 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	
nov.	-0,1	0,5	-1,3	-0,4	0,2	-2,4	1,9	1,7	2,4	-0,7	1,3	2,2	

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2009.
- Stime basate su dati nazionali provvisori che 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 manifatturiera	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
				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			
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	4,6	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,1	4,4	
2008	114,4	6,1	4,8	3,5	4,0	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	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	5,2	-	
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	2,6	-	
2° trim.	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,7	0,6	-2,0	1,5	-2,5	-13,2	-0,2	-	
3° trim.	108,0	-7,8	-7,4	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,6	-	
2009 giu.	108,5	-6,5	-7,3	-3,5	-6,4	0,3	-2,3	1,6	-2,9	-14,7	-	-	
lug.	107,8	-8,4	-8,2	-4,1	-7,5	0,0	-2,5	1,2	-3,0	-19,8	-	-	
ago.	108,3	-7,5	-7,0	-4,2	-7,4	-0,2	-2,6	1,1	-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.	108,3	-6,6	-5,2	-3,9	-6,4	-0,7	-2,8	0,4	-3,3	-14,2	-	-	
nov.	108,4	-4,5	-2,8	-3,1	-4,8	-0,8	-2,4	0,5	-2,7	-9,0	-	-	

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			Esportazioni ⁸⁾	Importazioni ⁸⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti 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
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	2,1	18,5	-4,3	-1,7	9,7	-8,5	119,0	2,2	2,7	2,9	2,8	2,4	2,4	3,7
2009	44,6	-18,6	-9,0	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 4° trim.	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,4	2,0	2,0	2,2	1,8	1,3	0,4
2009 1° trim.	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	1,1	0,3	2,8	0,6	-2,6	-4,4
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	0,1	-0,3	1,6	-0,8	-4,4	-6,8
3° trim.	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,4	0,9	-0,3	-0,7	2,4	-1,5	-5,4	-8,1
4° trim.	51,2	2,7	5,3	1,4	2,3	-1,1	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 lug.	46,5	-22,9	-15,3	-26,6	-21,6	-14,3	-26,8	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	51,1	-16,4	-10,9	-19,1	-17,6	-16,2	-18,7	-	-	-	-	-	-	-	-
set.	46,9	-17,0	-11,6	-19,6	-17,5	-15,4	-18,9	-	-	-	-	-	-	-	-
ott.	49,8	-7,3	-1,2	-10,1	-9,3	-10,3	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	52,1	-0,9	3,0	-2,8	-1,0	-3,0	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	51,6	18,4	14,5	20,5	19,5	10,4	27,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, 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	-0,5	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	1,0	1,3	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0
2007	111,7	1,6	2,6	0,7	4,1	0,7	2,3	1,8
2008	115,4	3,3	0,1	3,6	2,8	3,2	3,1	3,1
2008 3° trim.	115,8	3,6	-0,9	4,1	3,0	4,4	3,6	2,5
4° trim.	118,2	4,8	-0,4	9,9	2,5	5,2	2,4	3,2
2009 1° trim.	120,3	5,9	0,6	16,5	2,2	6,8	0,3	3,6
2° trim.	120,4	4,8	1,3	14,9	0,7	5,5	1,0	2,1
3° trim.	119,9	3,5	0,0	9,2	-0,7	3,5	0,0	3,6
Redditi per occupato								
2005	112,3	2,0	2,6	1,9	2,2	1,9	2,3	1,9
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	4,1	2,8	2,7	2,1	2,5	2,5
2008	121,6	3,2	3,3	3,1	4,5	2,7	2,5	3,7
2008 3° trim.	122,1	3,6	3,5	3,2	5,0	3,9	3,0	3,5
4° trim.	122,8	3,0	3,0	2,9	4,4	2,9	2,0	3,5
2009 1° trim.	122,7	1,9	3,2	0,3	3,4	2,2	0,7	3,2
2° trim.	123,2	1,6	3,6	0,0	3,8	1,9	1,9	1,9
3° trim.	123,8	1,4	2,8	0,2	3,0	0,5	1,4	2,9
Produttività del lavoro ²⁾								
2005	103,1	0,7	-5,5	2,4	-1,1	1,3	0,2	-0,2
2006	104,5	1,4	1,8	3,9	0,1	1,2	0,1	-0,3
2007	105,5	1,0	1,4	2,1	-1,4	1,4	0,2	0,7
2008	105,4	-0,1	3,2	-0,5	1,6	-0,5	-0,6	0,6
2008 3° trim.	105,5	-0,1	4,4	-0,9	1,9	-0,5	-0,6	1,0
4° trim.	103,8	-1,7	3,4	-6,4	1,8	-2,2	-0,4	0,3
2009 1° trim.	102,0	-3,8	2,5	-13,9	1,2	-4,3	0,4	-0,4
2° trim.	102,4	-3,1	2,3	-12,9	3,0	-3,4	0,9	-0,2
3° trim.	103,3	-2,0	2,8	-8,3	3,7	-2,9	1,4	-0,7

5. Costo orario del lavoro³⁾

	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 manfatturiero, 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	2,1	2,2	2,0	2,1	1,6	2,3	2,1
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,4	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,5	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	99,9	3,4	3,5	3,3	3,8	4,2	3,1	3,2
2008 3° trim.	100,5	3,5	3,6	3,5	2,9	3,7	3,8	3,4
4° trim.	101,7	4,4	4,3	4,9	6,2	5,1	3,3	3,6
2009 1° trim.	102,3	3,8	3,7	4,5	6,2	3,4	2,6	3,2
2° trim.	103,3	4,3	4,2	4,6	6,1	3,8	3,5	2,8
3° trim.	103,8	3,2	3,1	3,6	5,4	2,9	2,0	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).

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
- Valore aggiunto (in volume) per occupato.
- 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.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.int/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2005	8.140,6	8.021,3	4.666,2	1.664,2	1.683,1	7,9	119,2	3.094,0	2.974,7
2006	8.558,9	8.461,2	4.870,0	1.733,2	1.831,2	26,7	97,7	3.451,6	3.353,9
2007	9.005,7	8.864,7	5.062,2	1.803,4	1.968,5	30,6	141,0	3.732,8	3.591,8
2008	9.259,6	9.162,9	5.228,8	1.892,1	2.001,8	40,2	96,8	3.858,7	3.761,9
2008 3° trim.	2.324,7	2.309,6	1.316,9	474,7	504,0	14,0	15,1	984,0	968,9
4° trim.	2.294,7	2.281,4	1.304,6	480,7	481,8	14,3	13,3	900,6	887,3
2009 1° trim.	2.239,7	2.231,4	1.288,3	487,8	453,5	1,8	8,3	801,3	793,0
2° trim.	2.238,4	2.218,8	1.292,1	493,2	444,3	-10,7	19,6	783,0	763,4
3° trim.	2.251,9	2.232,4	1.294,1	498,2	439,8	0,3	19,4	805,4	785,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2008	100,0	98,9	56,4	20,5	21,6	0,4	1,1	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 3° trim.	-0,4	0,1	0,0	0,5	-1,2	-	-	-1,3	0,0
4° trim.	-1,9	-0,8	-0,5	0,6	-4,0	-	-	-7,2	-4,8
2009 1° trim.	-2,5	-2,0	-0,4	0,6	-5,4	-	-	-8,6	-7,4
2° trim.	-0,1	-0,7	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,2	-2,8
3° trim.	0,4	0,4	-0,1	0,6	-0,8	-	-	3,1	3,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,6	3,2	-	-	5,1	5,8
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,5	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,4	2,0	-0,4	-	-	1,0	1,0
2008 3° trim.	0,4	0,4	0,0	2,1	-0,6	-	-	1,0	0,9
4° trim.	-1,8	-0,5	-0,7	2,4	-5,8	-	-	-6,9	-4,0
2009 1° trim.	-5,0	-3,2	-1,3	2,5	-11,5	-	-	-16,6	-12,8
2° trim.	-4,8	-3,4	-0,9	2,5	-11,7	-	-	-17,2	-14,3
3° trim.	-4,0	-3,2	-1,0	2,5	-11,4	-	-	-13,5	-11,8
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
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	-0,9	0,2	-1,1	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,0	-0,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,5	-	-
2° trim.	-0,1	-0,7	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,4	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2005	1,7	1,8	1,1	0,3	0,6	-0,2	-0,2	-	-
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,1	0,1	-	-
2007	2,8	2,4	0,9	0,5	1,0	0,0	0,4	-	-
2008	0,6	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2008 3° trim.	0,4	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	-	-
4° trim.	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,6	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-5,0	-3,2	-0,7	0,5	-2,5	-0,5	-1,8	-	-
2° trim.	-4,8	-3,4	-0,5	0,5	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
3° trim.	-4,0	-3,2	-0,6	0,5	-2,5	-0,6	-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) Inclusive 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, albergieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2005	7.295,9	143,7	1.481,7	439,8	1.541,3	2.018,4	1.671,1	844,7
2006	7.645,0	141,2	1.563,3	476,3	1.598,0	2.134,6	1.731,6	913,9
2007	8.046,8	151,7	1.638,9	509,3	1.672,7	2.271,0	1.803,1	959,0
2008	8.313,6	146,7	1.660,2	533,3	1.726,8	2.364,6	1.882,1	946,0
2008 3° trim.	2.087,5	35,9	418,0	134,8	433,8	594,0	471,0	237,2
4° trim.	2.064,5	34,9	395,7	132,0	428,8	594,9	478,2	230,2
2009 1° trim.	2.016,1	34,4	359,1	130,4	417,9	589,7	484,7	223,5
2° trim.	2.016,2	33,4	353,2	129,3	418,6	592,5	489,2	222,2
3° trim.	2.029,8	32,4	361,1	128,9	420,2	594,7	492,4	222,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,4	20,8	28,4	22,6	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 3° trim.	-0,4	0,3	-1,8	-1,4	-0,4	-0,1	0,5	-0,2
4° trim.	-1,9	0,3	-6,4	-1,8	-2,0	-0,6	0,3	-2,0
2009 1° trim.	-2,5	-0,3	-8,3	-1,0	-2,8	-0,7	-0,1	-2,5
2° trim.	-0,2	-0,2	-1,5	-0,7	-0,1	0,1	0,7	0,3
3° trim.	0,4	0,4	2,3	-0,8	0,2	-0,1	0,1	0,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2005	1,7	-6,1	1,3	1,6	2,0	2,7	1,3	1,9
2006	3,0	0,0	3,6	2,9	2,8	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	-0,1	2,4	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	2,8	-1,0	-1,0	0,4	1,3	1,8	-1,5
4° trim.	-1,7	2,2	-7,6	-3,4	-2,0	0,2	1,5	-2,6
2009 1° trim.	-4,9	0,1	-16,6	-5,9	-5,5	-1,0	1,1	-5,6
2° trim.	-4,9	0,1	-17,1	-4,7	-5,1	-1,2	1,3	-4,4
3° trim.	-4,1	0,1	-13,6	-4,2	-4,6	-1,3	1,0	-3,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2008 3° trim.	-0,4	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-
4° trim.	-1,9	0,0	-1,3	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	-
2009 1° trim.	-2,5	0,0	-1,6	-0,1	-0,6	-0,2	0,0	-
2° trim.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	-
3° trim.	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2005	1,7	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,7	0,3	-
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,0	0,0	0,5	0,1	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	-1,5	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
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	-0,3	0,3	-
3° trim.	-4,1	0,0	-2,7	-0,3	-1,0	-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	
	in perc. del totale ¹⁾	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	4,1	104,3	4,2	4,6	4,7	4,9	6,0	3,0	4,7	2,7	0,6	3,5
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,1
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2008 4° trim.	-8,9	98,6	-8,9	-9,2	-9,4	-13,3	-8,4	-4,7	-11,9	-3,5	-4,1	-8,1
2009 1° trim.	-17,0	90,3	-18,5	-20,2	-20,7	-25,4	-23,9	-7,4	-19,8	-5,5	-4,5	-10,3
2° trim.	-16,7	89,2	-18,6	-19,5	-19,9	-24,3	-24,2	-6,0	-21,3	-3,4	-8,9	-7,4
3° trim.	-13,8	91,2	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,2	-1,9	-6,3	-9,5
2009 mag.	-16,2	89,2	-17,8	-18,7	-18,9	-23,4	-23,0	-5,4	-19,9	-2,8	-7,5	-8,7
giu.	-15,2	90,1	-16,7	-17,8	-18,3	-22,2	-22,2	-5,3	-23,6	-2,3	-6,2	-7,6
lug.	-15,1	90,5	-15,8	-16,9	-17,8	-20,2	-23,5	-4,0	-20,4	-1,3	-5,6	-10,2
ago.	-14,7	91,5	-15,1	-16,1	-16,1	-19,4	-22,0	-5,4	-19,5	-3,8	-6,1	-10,8
set.	-12,0	91,8	-12,7	-13,1	-13,7	-15,7	-18,3	-2,8	-15,3	-0,9	-7,3	-7,8
ott.	-10,6	91,5	-10,9	-11,5	-12,1	-12,2	-16,7	-4,5	-14,3	-2,8	-6,0	-6,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2009 mag.	0,5	-	1,1	1,0	1,0	1,3	1,2	0,3	-2,3	0,6	1,8	-2,0
giu.	0,7	-	1,0	0,9	-0,2	0,6	0,2	-0,2	-3,5	0,2	1,8	-0,1
lug.	-0,2	-	0,4	0,4	-0,2	1,2	-1,3	0,5	0,9	0,4	0,5	-1,7
ago.	0,6	-	1,1	1,4	1,1	0,9	1,6	-0,4	5,7	-1,1	0,2	0,0
set.	0,5	-	0,3	0,6	0,0	0,8	1,6	0,2	-4,8	0,8	-1,6	-0,7
ott.	-0,6	-	-0,3	-0,6	-0,3	1,1	-0,3	-1,4	-1,2	-1,3	0,4	-0,3

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	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2006	110,7	10,3	108,3	8,0	3,3	102,5	2,4	1,0	3,5	3,1	5,3	975	2,4
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,2	4,0	3,0	968	-0,5
2008	113,4	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,5	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2008 4° trim.	94,6	-22,3	107,1	-7,5	-0,4	102,7	-1,7	-2,4	-1,1	-3,1	-2,7	825	-17,4
2009 1° trim.	83,1	-31,8	95,1	-21,6	-2,8	102,0	-2,7	-3,7	-1,9	-0,5	-6,1	828	-12,6
2° trim.	84,5	-30,6	94,1	-23,2	-2,8	101,6	-2,0	-1,6	-2,2	-2,0	-5,3	933	-0,2
3° trim.	91,1	-21,4	96,0	-18,8	-3,2	101,2	-1,8	-1,4	-2,2	-2,7	-2,9	961	9,6
2009 giu.	86,5	-25,8	93,7	-20,4	-2,8	101,5	-1,7	-1,6	-1,5	-1,7	-4,5	974	11,6
lug.	90,3	-24,9	95,0	-20,6	-2,6	101,5	-1,2	-1,7	-1,1	0,3	-3,3	977	6,8
ago.	90,8	-23,2	96,9	-18,8	-3,2	101,3	-1,8	-0,8	-2,6	-4,2	-2,9	935	14,5
set.	92,3	-16,4	96,1	-16,9	-3,8	100,9	-2,5	-1,9	-3,0	-4,7	-2,4	972	9,6
ott.	90,4	-14,4	96,5	-16,4	-1,9	101,2	-0,6	-1,6	-0,2	2,5	-0,5	984	10,8
nov.	.	.	.	.	-3,3	100,0	-3,4	-2,8	-4,0	.	.	979	33,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 lug.	-	4,4	-	1,4	-0,1	-	0,0	-0,3	0,2	1,3	0,3	-	0,2
ago.	-	0,5	-	2,0	-0,2	-	-0,2	0,6	-0,8	-2,6	-0,1	-	-4,3
set.	-	1,6	-	-0,8	-0,5	-	-0,4	-0,7	-0,2	0,4	0,1	-	4,1
ott.	-	-2,1	-	0,4	0,3	-	0,3	-0,3	0,6	2,3	0,4	-	1,2
nov.	-	.	-	.	-0,7	-	-1,1	-0,3	-1,6	.	.	-	-0,5

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 percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
2009	76,1	-29	-56	14	-15	.	-25	-7	-26	55	-10
2008 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
4° trim.	88,7	-19	-50	7	1	.	-17	-3	-11	48	-7
2009 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	8	2	-	-17	-3	-10	50	-7
dic.	91,3	-16	-47	5	4	-	-16	-3	-10	46	-5

	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
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
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2008 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
4° trim.	-28	-40	-16	-12	-20	10	-7	-4	-8	-8	3
2009 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
dic.	-28	-40	-17	-10	-15	9	-6	-3	-7	-6	5

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	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,875	1,0	1,0	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,168	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,728	1,8	1,9	0,8	-1,5	0,3	3,8	2,0	4,0	1,2
2008	147,816	0,7	0,9	-0,3	-1,4	-0,1	-2,2	1,3	2,3	1,0
2008 3° trim.	147,794	0,5	0,8	-0,9	-1,7	-0,1	-2,7	0,9	2,0	0,8
4° trim.	147,261	0,0	0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-5,0	0,4	0,7	1,3
2009 1° trim.	146,200	-1,2	-1,0	-2,3	-2,3	-3,0	-7,2	-1,2	-1,2	1,6
2° trim.	145,499	-1,8	-1,7	-2,2	-2,3	-4,7	-7,5	-1,8	-2,1	1,7
3° trim.	144,788	-2,1	-2,0	-2,4	-2,8	-6,1	-7,8	-1,7	-2,5	1,7
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2008 3° trim.	-0,352	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,9	-0,1	0,0	0,2
4° trim.	-0,533	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-1,1	-2,2	-0,4	-0,5	0,6
2009 1° trim.	-1,062	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
2° trim.	-0,700	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-1,8	-1,4	-0,4	-0,7	0,6
3° trim.	-0,712	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,6	-2,0	-0,1	-0,5	0,3

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	6,914	8,1	6,796	10,0
2006	12,876	8,3	10,053	7,3	2,823	16,4	6,387	7,5	6,489	9,4
2007	11,673	7,5	9,124	6,6	2,549	14,9	5,736	6,7	5,937	8,5
2008	11,891	7,6	9,263	6,6	2,627	15,4	5,999	6,9	5,892	8,3
2008 3° trim.	11,938	7,6	9,284	6,6	2,654	15,6	6,059	7,0	5,879	8,3
4° trim.	12,677	8,0	9,867	7,0	2,810	16,6	6,554	7,6	6,123	8,6
2009 1° trim.	13,878	8,8	10,812	7,7	3,067	18,2	7,347	8,5	6,531	9,2
2° trim.	14,721	9,3	11,493	8,1	3,228	19,3	7,907	9,1	6,814	9,5
3° trim.	15,247	9,7	11,934	8,4	3,313	20,0	8,252	9,6	6,995	9,8
2009 giu.	14,896	9,4	11,658	8,2	3,238	19,5	8,012	9,3	6,884	9,6
lug.	15,071	9,5	11,805	8,4	3,265	19,8	8,135	9,4	6,935	9,7
ago.	15,215	9,6	11,911	8,4	3,304	20,0	8,219	9,5	6,996	9,8
set.	15,454	9,8	12,084	8,6	3,370	20,3	8,400	9,7	7,054	9,9
ott.	15,610	9,9	12,154	8,6	3,457	20,8	8,478	9,8	7,132	10,0
nov.	15,712	10,0	12,215	8,7	3,497	21,0	8,564	9,9	7,147	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					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese					Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
														1
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	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	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) 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				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
	Totale					IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999	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 rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	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

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario¹⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 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

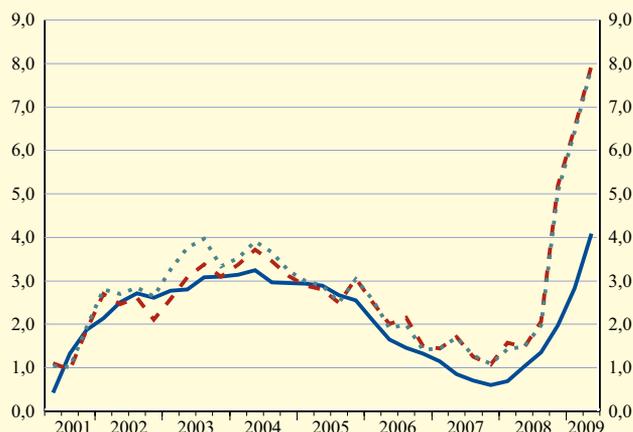
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno 11	
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2006 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

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

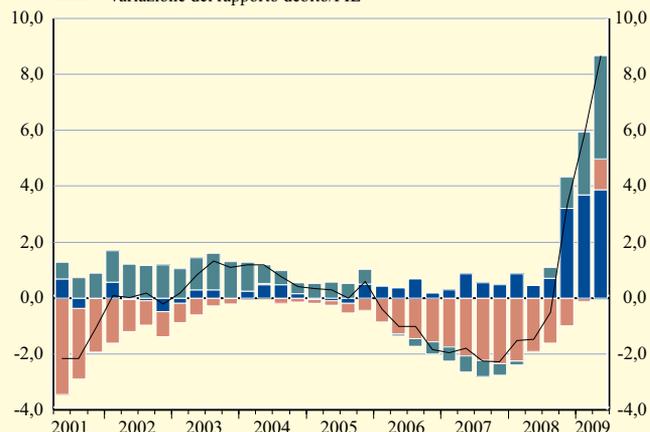
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



F29 Debito (definizione di Maastricht)

(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

■ raccordo disavanzo-debito
■ disavanzo/avanzo primario
■ differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
— variazione del rapporto debito/PIL



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

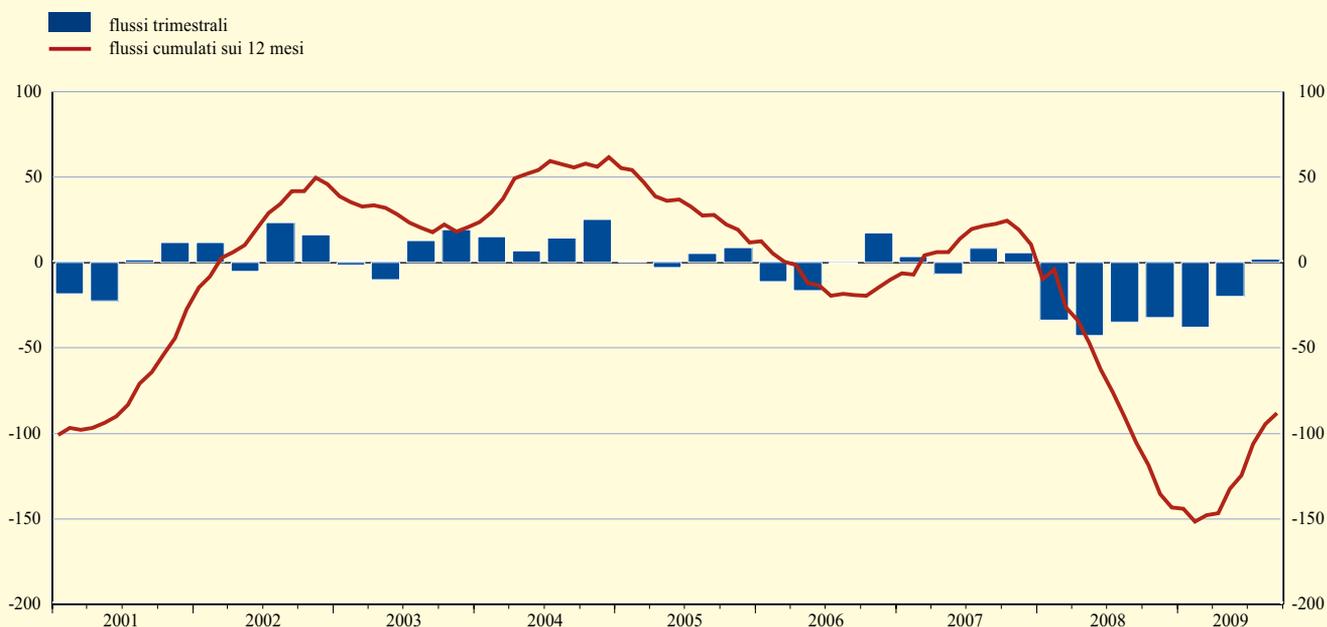
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(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.	1,9	13,5	11,4	-1,4	-21,6	1,4	3,2	-4,8	-14,9	96,6	0,0	-86,3	-0,2	1,6
2008 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.	-4,7	1,9	3,8	-3,1	-7,3	0,1	-4,6	10,4	-26,2	53,5	-1,6	-17,9	2,6	-5,8
ott.	-3,9	7,5	2,8	0,4	-14,6	0,3	-3,6	14,4	-1,5	19,2	0,8	-3,5	-0,6	-10,8
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 ott.	-82,9	20,8	27,7	-37,1	-94,3	6,9	-76,0		-132,1	395,4	1,9	-170,7	9,8	-28,3

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

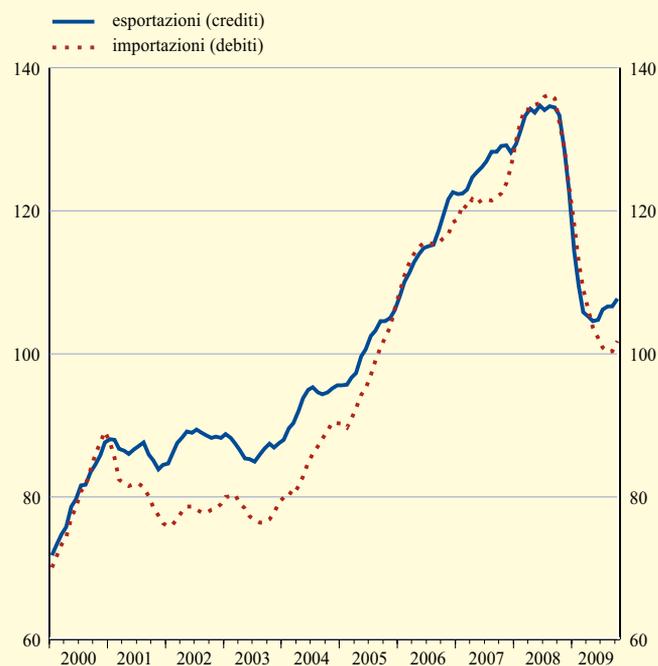
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

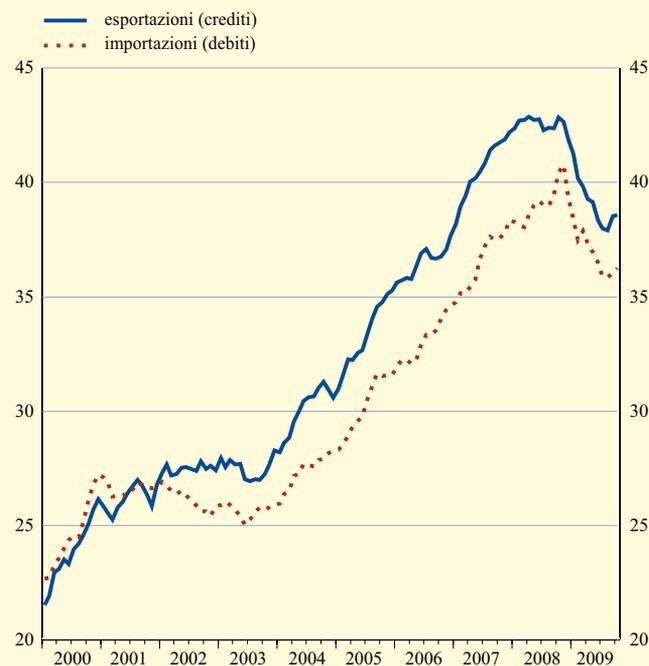
	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori	12	Rimesse dei lavoratori	14	15
2006	2.429,1	2.439,3	-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.	564,9	563,0	1,9	323,0	309,5	125,1	113,7	103,2	104,6	13,6	.	35,2	.	3,8	2,4
2009 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.	191,9	196,6	-4,7	111,9	110,0	41,4	37,7	34,2	37,2	4,4	.	11,8	.	1,0	0,9
ott.	195,2	199,1	-3,9	118,4	110,9	40,0	37,1	32,8	32,4	4,0	.	18,6	.	1,1	0,8
	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.	560,0	559,9	0,1	319,8	301,0	115,5	108,1	104,7	111,1	19,9	.	39,6	.	.	.
2009 apr.	188,2	191,5	-3,3	104,0	101,8	38,8	36,3	38,5	39,2	6,9	.	14,3	.	.	.
mag.	188,8	189,9	-1,2	106,1	101,9	37,0	36,4	37,0	38,4	8,7	.	13,3	.	.	.
giu.	189,3	184,4	4,9	108,4	99,0	38,1	35,0	36,2	37,6	6,6	.	12,8	.	.	.
lug.	186,3	186,0	0,3	105,3	99,8	38,6	36,2	35,6	36,2	6,9	.	13,8	.	.	.
ago.	184,4	189,4	-5,0	106,1	102,3	38,9	36,8	32,9	37,3	6,5	.	13,0	.	.	.
set.	188,8	193,4	-4,6	111,7	103,4	38,3	35,7	33,1	35,3	5,6	.	19,0	.	.	.
ott.	184,7	190,0	-5,4	106,5	102,4	38,5	37,3	33,3	37,4	6,4	.	12,9	.	.	.

F31 Conto dei beni

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)


F32 Conto dei servizi

(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti		
	Crediti	Debiti			Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti				
			1	2									3	4	5	6
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
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	-
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	-
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	133,1	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	144,8	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.	-15,5	-20,3	4,8	-0,7	-0,9	0,2	58,0	43,1	28,6	125,3	0,0	-102,4	-188,7	0,2
2009 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.	-5,7	4,7	-10,4	.	.	.	31,7	5,5	-9,5	44,0	1,6	-26,9	-44,8	-2,6
ott.	82,1	96,5	-14,4	.	.	.	27,3	25,7	15,1	34,3	-0,8	40,0	36,4	0,6
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.	-4,2	-3,7	-	.	.	.	8,0	5,1	-3,9	3,7	.	-12,4	-15,9	-0,7

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

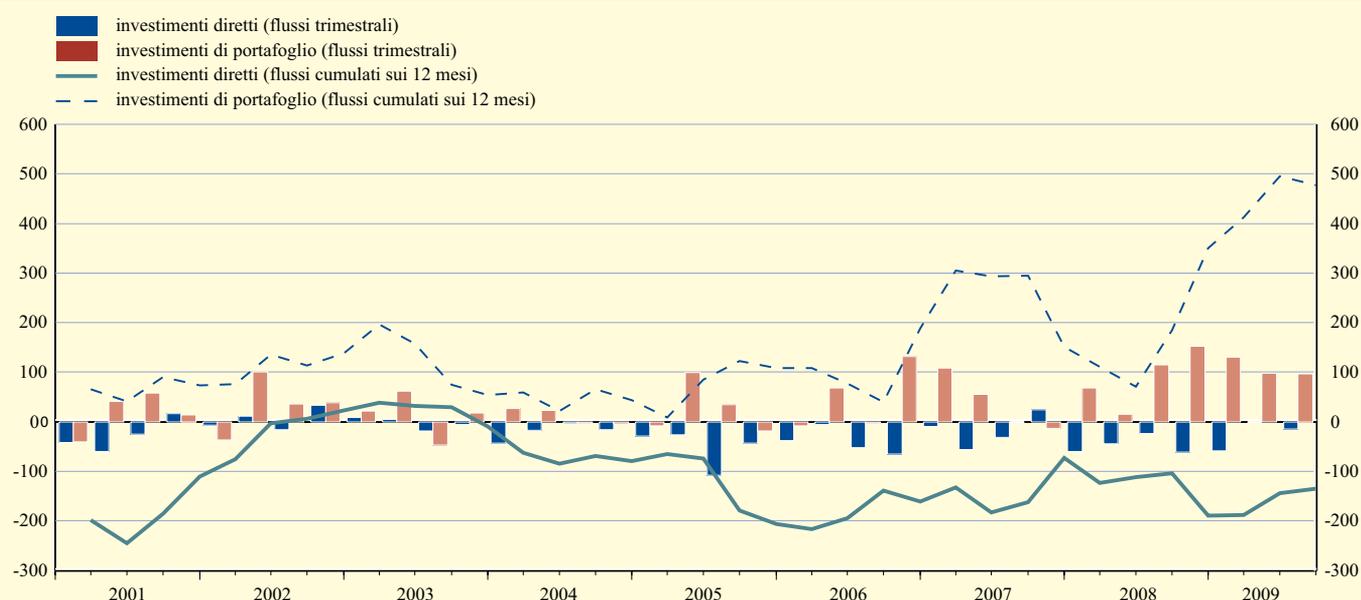
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

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.	58,0	21,3	1,8	19,4	36,7	0,2	36,5	43,1	32,7	1,1	31,6	10,4	0,2	10,2
2009 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.	31,7	7,3	-3,4	10,6	24,4	0,0	24,4	5,5	5,0	0,5	4,5	0,5	-0,1	0,6
ott.	27,3	24,3	-0,5	24,9	2,9	0,3	2,6	25,7	16,4	0,3	16,1	9,3	0,1	9,2
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	15,2	14,0	15,2	5,1	7,1	4,8	7,1	-0,7	3,6	-0,8

F33 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

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																		
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito											
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Strumenti di mercato monetario							
1	2	3	Euro-sistema	4	5	6	7	8	Euro-sistema	9	10	11	12	13	Euro-sistema	14	15	16	
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.	28,6	10,6	3,3	0,0	7,3	.	14,9	-13,6	-0,7	28,5	.	3,1	8,7	-3,9	-5,6	.			
2009 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.	-9,5	0,2	0,9	0,0	-0,7	.	-6,6	-15,1	-1,2	8,4	.	-3,1	6,0	-1,8	-9,0	.			
ott.	15,1	8,2	1,8	0,0	6,3	.	5,9	-2,4	0,6	8,3	.	1,0	-0,2	3,3	1,2	.			
Tassi di crescita																			
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4			
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8			
2009 1° trim.	-4,4	-7,9	-22,0	18,8	-7,0	1,3	-0,9	-3,8	14,4	1,5	5,3	-10,5	-2,3	43,6	-38,8	36,6			
2° trim.	-6,1	-8,5	-15,5	14,9	-8,1	-0,9	-4,0	-10,4	-12,9	1,3	-3,1	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2			
3° trim.	-3,9	-5,1	-9,0	12,5	-4,9	.	-4,0	-11,4	-19,6	1,9	.	-1,1	5,5	-18,4	-26,0	.			

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																		
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito											
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Strumenti di mercato monetario							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16				
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.	125,3	65,3	30,2	35,1	3,9	15,7	-11,7	.	56,0	-3,4	59,4	.							
2009 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.	44,0	-4,1	-0,3	-3,8	26,6	-3,0	29,5	.	21,6	8,5	13,1	.							
ott.	34,3	-21,2	-3,1	-18,0	33,5	12,8	20,7	.	22,0	1,9	20,1	.							
Tassi di crescita																			
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2							
2008	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.	3,7	-4,8	7,1	-9,0	3,1	-3,8	7,2	.	66,1	-21,1	118,2	.							

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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.	-102,4	-4,1	.	.	-90,5	.	.	-5,0	.	.	-4,0	-2,8	.	7,5	11,1
2009 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.	-26,9	-1,8	.	.	-23,2	.	.	-1,7	.	.	-1,8	-0,1	.	.	-6,2
ott.	40,0	1,9	.	.	13,6	.	.	-0,3	.	.	-0,5	24,8	.	.	3,7
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.	-12,4	-35,5	.	.	-18,3	.	.	-2,2	.	.	-21,3	-1,9	.	-1,5	-1,8

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
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.	-188,7	-46,6	.	.	-80,2	.	.	1,4	.	.	.	-63,2	.	.	.
2009 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.	-44,8	-21,0	.	.	-6,0	.	.	1,4	.	.	.	-19,1	.	.	.
ott.	36,4	-8,3	.	.	17,8	.	.	5,9	.	.	.	21,0	.	.	.
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.	-11,5	19,1	17,3	1.123,2	-15,0	-15,1	-9,6	10,1	41,1	11,3	-6,0	-7,7	-3,3	-9,2	-1,5
3° trim.	-15,9	-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 set.	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	-	-	-	0,2	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
nov.	464,2	271,7	347,169	49,6	10,3	132,6	11,8	8,4	112,2	-	-	-	0,2	0,0	39,5	-32,0
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/utigli reinvestiti	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Debito	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
Nell'area dell'euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Azioni/utigli reinvestiti	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Debito	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
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		-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/utigli reinvestiti	227,5	76,7	1,1	12,9	57,8	4,9	0,0	6,9	3,1	1,8	-5,7	62,7	48,0	0,0	34,0
Debito	109,7	56,0	0,7	10,8	40,3	4,4	0,0	-0,2	-0,7	-1,1	-5,6	28,9	19,2	0,0	13,2
Nell'area dell'euro	193,1	58,9	1,9	15,0	47,2	-5,2	0,0	9,0	0,5	5,4	23,0	60,0	2,8	0,0	33,5
Azioni/utigli reinvestiti	176,1	50,7	1,0	12,7	35,0	2,0	0,0	9,9	0,2	2,5	12,9	63,9	12,7	0,0	23,2
Debito	16,9	8,2	1,0	2,3	12,1	-7,2	0,0	-0,9	0,3	2,8	10,1	-3,9	-9,9	0,0	10,3
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⁾

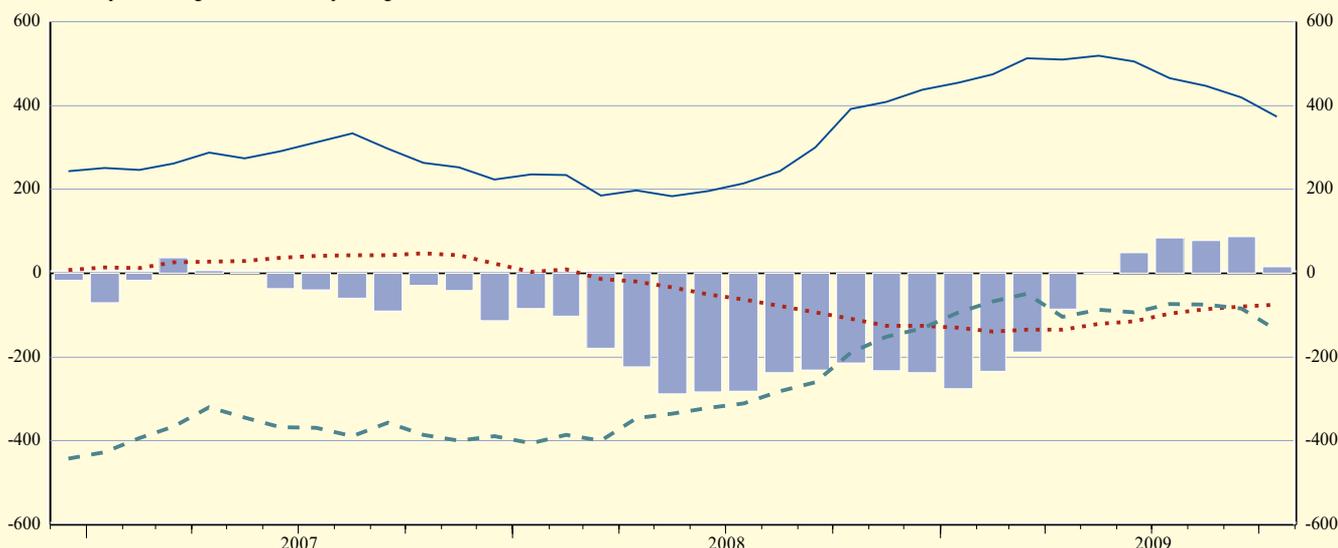
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM											
	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
1	2	3	4	Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito	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.	-10,9	3,2	-55,9	41,8	-7,3	-23,0	35,1	47,7	7,8	-61,8	0,0	1,6
2008 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.	-17,8	-4,6	-35,0	5,1	0,7	0,6	-3,8	42,6	1,9	-17,8	-1,6	-5,8
ott.	-6,3	-3,6	-27,5	25,3	-6,3	-9,5	-18,0	40,8	-24,5	26,9	0,8	-10,8
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2009 ott.	15,6	-74,9	-288,0	181,9	23,7	-47,4	-31,2	373,7	76,0	-173,0	2,0	-27,4

F34 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	739,7	326,6	401,3	1.282,6	1.491,7	913,9	234,4	323,2	1.019,7	227,5
2008	3,6	8,1	1.559,3	767,9	337,4	412,2	1.300,5	1.602,2	1.020,5	233,1	333,0	1.018,8	293,7
2008 4° trim.	-5,0	-2,1	366,1	174,1	81,5	95,8	302,5	373,0	228,9	56,7	81,7	239,0	55,4
2009 1° trim.	-20,9	-20,7	311,2	149,5	65,6	86,3	258,9	321,7	181,3	49,5	78,6	214,7	35,6
2° trim.	-23,2	-27,2	309,8	150,5	63,5	84,9	254,4	306,6	170,1	47,4	76,4	202,9	41,4
3° trim.	-19,3	-26,0	320,2	.	.	.	259,2	308,1	.	.	.	201,3	.
2009 mag.	-22,6	-27,7	102,4	49,2	21,2	28,0	84,6	101,2	55,8	15,6	25,2	67,6	13,7
giu.	-20,7	-26,4	103,4	50,2	21,2	28,4	83,3	101,7	56,7	15,6	25,5	66,6	14,7
lug.	-18,1	-28,9	108,0	52,4	22,6	29,6	89,4	102,5	58,0	15,6	25,9	67,2	15,8
ago.	-21,1	-26,0	103,6	.	.	.	83,7	101,4	.	.	.	66,3	.
set.	-19,0	-23,1	108,6	.	.	.	86,1	104,2	.	.	.	67,9	.
ott.	-16,8	-23,6	108,3	.	.	.	87,5	102,0	.	.	.	65,7	.
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	123,1	143,3	141,5	134,7	107,7
2008	1,2	0,4	146,0	141,2	157,6	146,9	142,6	128,8	122,6	143,7	143,2	133,1	108,4
2008 4° trim.	-7,5	-4,6	136,2	127,0	150,2	136,7	130,4	122,6	115,8	135,7	137,0	121,3	108,0
2009 1° trim.	-20,8	-14,7	117,7	112,5	120,1	124,4	112,1	113,8	104,5	117,8	130,9	110,3	99,4
2° trim.	-22,0	-19,3	118,5	115,2	117,3	122,5	111,7	109,4	97,9	113,8	130,9	106,7	97,2
3° trim.	-17,6	-15,0	121,5	.	.	.	113,4	109,2	.	.	.	107,0	.
2009 mag.	-21,6	-20,2	117,7	113,4	117,6	120,9	111,5	108,4	96,7	112,3	129,2	106,5	98,0
giu.	-19,2	-16,8	118,1	115,1	116,7	122,4	109,5	108,1	96,9	112,8	131,1	105,4	93,7
lug.	-16,2	-18,2	122,9	120,0	124,4	126,1	117,1	108,3	98,1	114,7	131,6	106,2	98,1
ago.	-19,6	-14,1	118,2	.	.	.	110,2	108,8	.	.	.	106,2	.
set.	-17,2	-12,7	123,3	.	.	.	112,9	110,5	.	.	.	108,7	.
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	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	-6,2	0,7	0,4	-34,0	-3,8	102,3	-13,0	-7,8	-1,0	-0,3	-33,8	-5,2
2009 mag.	101,1	-3,3	-4,8	1,4	0,7	-35,4	-3,2	102,8	-13,2	-7,3	-0,2	0,6	-34,9	-5,0
giu.	100,8	-4,0	-5,7	1,3	0,5	-38,9	-3,8	101,5	-15,0	-8,1	-0,6	0,7	-39,2	-5,4
lug.	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	-4,8
ago.	100,6	-4,3	-6,7	0,0	0,0	-32,7	-4,2	102,0	-11,7	-7,9	-1,3	-1,3	-30,1	-5,3
set.	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,6	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,3	-3,0	-16,7	-4,9
ott.	100,8	-2,1	-5,2	-1,7	-0,6	10,8	-1,9	103,4	-3,5	-5,5	-2,5	-3,5	-2,4	-3,6

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), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè 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	216,4	67,9	82,3	41,5	195,9	295,9	60,6	34,3	87,6	61,7	138,0
2008	1.559,3	35,0	53,6	220,2	232,1	78,4	86,5	42,8	187,5	307,9	65,7	33,5	100,5	68,1	146,8
2008 2° trim.	397,8	9,1	14,3	58,0	60,7	20,2	22,2	11,4	47,4	77,5	16,8	8,5	24,8	16,9	35,5
3° trim.	397,8	9,1	14,0	55,8	60,0	20,8	21,8	10,8	46,8	76,8	16,0	8,2	26,7	17,5	37,7
4° trim.	366,1	8,0	11,5	49,3	52,1	17,7	21,2	8,3	43,6	74,6	15,7	8,1	24,9	17,5	37,6
2009 1° trim.	311,2	7,4	10,0	42,4	43,6	12,6	20,0	7,7	40,0	65,2	15,4	7,1	23,4	12,8	26,2
2° trim.	309,8	6,4	9,6	42,4	42,2	12,1	19,2	8,3	37,7	70,3	16,8	7,1	22,8	12,5	26,3
3° trim.	320,2	6,9	10,5	44,6	45,0	12,1	19,6	8,9	36,0	70,9	17,0	7,2	22,3	13,9	29,5
2009 mag.	102,4	2,2	3,1	13,8	14,0	3,8	6,4	2,8	12,4	23,4	5,6	2,3	7,5	4,2	8,8
giu.	103,4	2,0	3,3	14,4	14,0	4,1	6,4	2,8	12,5	23,7	5,5	2,4	7,5	4,0	8,6
lug.	108,0	2,3	3,6	15,0	14,8	4,2	6,5	3,1	12,6	24,0	5,7	2,6	7,6	4,9	9,5
ago.	103,6	2,3	3,4	14,3	14,8	3,8	6,4	2,9	11,5	23,4	5,6	2,2	7,3	4,4	9,1
set.	108,6	2,3	3,5	15,3	15,4	4,1	6,6	2,9	11,9	23,5	5,7	2,4	7,4	4,7	10,9
ott.	108,3	.	.	.	.	4,1	6,5	3,0	13,0	23,5	5,9	2,3	7,4	4,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
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	9,4
Importazioni (c.i.f.)															
2007	1.491,7	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	94,0
2008	1.602,2	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	104,9
2008 2° trim.	410,7	8,0	13,6	42,6	47,7	32,3	17,6	8,6	33,7	121,9	45,2	14,6	37,4	20,3	26,9
3° trim.	413,8	7,9	13,2	41,6	47,3	34,3	17,9	8,2	35,4	124,2	48,0	14,1	37,7	21,1	25,0
4° trim.	373,0	7,3	11,5	36,2	43,1	24,8	17,4	7,0	33,8	113,3	46,5	13,5	30,8	19,8	28,0
2009 1° trim.	321,7	6,9	9,4	31,6	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,9	42,2	11,5	24,0	14,9	22,4
2° trim.	306,6	6,3	8,9	30,4	38,5	18,1	16,1	6,3	28,3	92,8	39,7	10,3	23,0	14,2	23,6
3° trim.	308,1	6,7	9,8	31,4	40,5	21,6	16,0	6,5	26,6	92,0	38,0	10,2	22,0	14,5	20,3
2009 mag.	101,2	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	7,5
giu.	101,7	2,0	3,0	10,2	12,7	6,4	5,2	2,2	9,1	30,6	13,0	3,4	7,8	4,8	7,8
lug.	102,5	2,3	3,3	10,4	13,2	6,8	5,4	2,2	9,0	30,5	12,6	3,4	7,6	5,0	6,9
ago.	101,4	2,3	3,2	10,4	13,5	6,6	5,3	2,1	8,6	30,5	12,6	3,3	7,2	4,7	7,1
set.	104,2	2,2	3,3	10,6	13,8	8,2	5,3	2,2	9,0	31,0	12,8	3,4	7,3	4,8	6,3
ott.	102,0	.	.	.	.	7,6	5,2	2,3	8,8	30,5	12,6	3,4	6,9	4,8	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
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	16,2	5,4	3,4	61,4	46,8	-34,3	15,1	9,0	64,2	-159,7	-112,1	-24,9	-25,8	-13,5	44,1
2008	-42,8	4,4	1,6	56,0	47,8	-43,6	16,7	10,4	49,8	-173,5	-118,7	-23,4	-40,5	-13,7	42,0
2008 2° trim.	-12,9	1,1	0,7	15,3	12,9	-12,2	4,5	2,8	13,7	-44,4	-28,4	-6,2	-12,6	-3,4	8,6
3° trim.	-16,0	1,2	0,7	14,1	12,7	-13,5	3,9	2,6	11,4	-47,4	-32,0	-5,9	-10,9	-3,6	12,8
4° trim.	-6,9	0,7	0,0	13,0	9,0	-7,1	3,8	1,3	9,8	-38,7	-30,8	-5,4	-5,9	-2,3	9,6
2009 1° trim.	-10,6	0,5	0,6	10,7	4,3	-5,2	3,3	1,0	6,8	-33,8	-26,8	-4,4	-0,6	-2,1	3,7
2° trim.	3,2	0,1	0,7	12,0	3,7	-6,0	3,2	2,1	9,4	-22,5	-22,9	-3,3	-0,3	-1,8	2,6
3° trim.	12,1	0,1	0,7	13,2	4,5	-9,5	3,5	2,4	9,4	-21,1	-21,1	-3,0	0,2	-0,6	9,2
2009 mag.	1,3	0,0	0,1	3,7	1,1	-2,1	1,1	0,7	2,6	-7,2	-7,4	-1,2	0,2	-0,4	1,3
giu.	1,7	0,0	0,3	4,2	1,3	-2,3	1,2	0,6	3,4	-6,9	-7,4	-1,0	-0,2	-0,8	0,8
lug.	5,5	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,8	0,0	-0,1	2,7
ago.	2,3	0,0	0,2	3,9	1,2	-2,8	1,1	0,8	3,0	-7,1	-7,0	-1,1	0,2	-0,4	2,0
set.	4,3	0,2	0,2	4,7	1,6	-4,1	1,3	0,7	2,9	-7,5	-7,1	-1,1	0,1	-0,2	4,6
ott.	6,3	.	.	.	.	-3,5	1,3	0,7	4,2	-6,9	-6,7	-1,1	0,4	-0,2	.

Fonte: Eurostat.



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
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	107,0	100,6	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,3	118,0	107,1
2009	111,7	110,6	105,9	.	.	.	120,6	107,9
2008 4° trim.	107,0	106,5	103,1	102,4	111,5	101,3	115,2	104,0
2009 1° trim.	109,9	109,2	104,8	104,9	118,0	105,2	119,0	107,0
2° trim.	111,1	110,2	105,4	106,3	121,2	106,5	119,8	107,5
3° trim.	112,1	110,9	106,2	107,4	118,5	106,6	121,0	108,1
4° trim.	113,8	112,2	107,2	.	.	.	122,5	109,0
2008 dic.	110,2	109,7	106,0	-	-	-	118,7	107,2
2009 gen.	109,8	109,2	105,0	-	-	-	118,6	106,9
feb.	108,7	108,0	103,6	-	-	-	117,7	106,0
mar.	111,1	110,3	105,6	-	-	-	120,4	108,1
apr.	110,3	109,5	104,7	-	-	-	119,1	106,9
mag.	110,8	109,9	105,3	-	-	-	119,5	107,2
giu.	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3
lug.	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,8
ago.	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,9
set.	112,9	111,6	106,8	-	-	-	122,0	108,8
ott.	114,3	112,8	108,0	-	-	-	123,0	109,6
nov.	114,0	112,5	107,4	-	-	-	122,9	109,3
dic.	113,0	111,4	106,1	-	-	-	121,7	108,1
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2009 dic.	-0,9	-1,0	-1,2	-	-	-	-1,0	-1,1
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2009 dic.	2,6	1,6	0,1	-	-	-	2,5	0,8

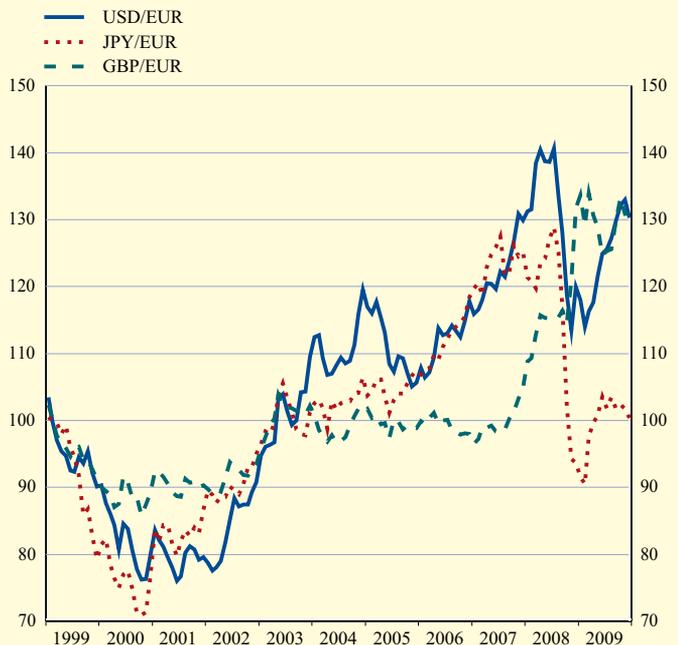
F35 Tassi di cambio effettivi

(medie mensili; indice: 1° trim. 1999 = 100)



F36 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
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	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2009 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
4° trim.	7,4424	10,3509	0,90483	1,4779	132,69	1,5088	1.725,91	11,4555	2,0604	1,5604	8,3932	1,6250
2009 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
dic.	7,4419	10,4085	0,89972	1,4614	131,21	1,5021	1.703,03	11,3296	2,0392	1,5397	8,4066	1,6185
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 dic.	0,0	0,7	0,1	-2,0	-1,3	-0,6	-1,9	-2,0	-1,5	-2,6	-0,1	-0,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 dic.	-0,1	-3,2	-0,5	8,7	7,1	-2,4	-7,9	8,7	2,5	-7,2	-10,8	-19,5
	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		
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	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2009 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		
4° trim.	25,923	15,6466	0,7084	3,4528	270,88	4,1745	1,9558	4,2680	7,2756	2,2029		
2009 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		
dic.	26,089	15,6466	0,7077	3,4528	273,22	4,1439	1,9558	4,2284	7,2907	2,2013		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 dic.	1,1	0,0	-0,2	0,0	0,8	-0,5	0,0	-1,4	-0,1	-1,1		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 dic.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	3,1	3,5	0,0	7,8	0,9	5,4		
	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
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	2,7674	9,5277	-	67,3611	14.443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2009 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
4° trim.	2,5703	10,0905	-	68,9088	13.999,42	5,0275	19,3003	2,0297	69,080	43,5740	11,0757	49,221
2009 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
dic.	2,5566	9,9777	-	68,0924	13.830,84	4,9859	18,7787	2,0383	67,706	43,9019	10,9261	48,544
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2009 dic.	-0,8	-2,0	-	-1,9	-2,0	-1,4	-3,9	-0,3	-3,5	1,7	-2,6	-2,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2009 dic.	-20,8	8,2	-	4,5	-9,5	4,4	3,9	-15,5	5,0	15,8	-18,6	3,1

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.



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											
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2009	2,5	0,6	1,1	0,2	3,3	4,2	.	.	5,6	1,9	.
2009 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
4° trim.	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	.	.	4,5	2,3	.
2009 ago.	1,3	0,0	0,7	-0,7	1,5	2,2	5,0	4,3	4,9	1,9	1,6
set.	0,2	-0,3	0,5	-1,7	0,1	2,3	4,8	4,0	4,9	1,4	1,1
ott.	0,3	-0,6	0,6	-2,1	-1,2	1,0	4,2	3,8	4,3	1,8	1,5
nov.	0,9	0,2	0,9	-2,1	-1,4	1,3	5,2	3,8	4,6	2,4	1,9
dic.	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	.	.	4,7	2,8	.
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 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
nov.	6,53	4,19	3,62	-	13,75	14,50	7,37	6,14	8,24	3,27	3,46
dic.	6,61	3,98	3,53	-	13,75	9,10	7,69	6,22	8,66	3,24	3,59
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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
nov.	4,80	1,80	1,56	4,54	11,87	5,39	7,56	4,19	10,19	0,48	0,61
dic.	4,71	1,64	1,55	3,28	8,39	4,54	7,47	4,23	10,18	0,48	0,61
PIL a prezzi costanti											
2007	6,2	6,1	1,7	7,2	10,0	9,8	1,0	6,8	6,2	2,5	2,6
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,1	-0,2	0,5
2009 1° trim.	-3,5	-4,2	-3,9	-15,0	-18,7	-13,1	-5,5	1,5	-6,2	-6,3	-5,2
2° trim.	-4,9	-4,7	-7,0	-16,1	-17,3	-19,7	-7,2	1,3	-8,7	-5,8	-5,8
3° trim.	-5,4	-4,1	-5,4	-15,6	-19,3	-14,2	-7,9	1,0	-7,1	-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	-12,8	8,7	-2,5
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009 1° trim.	-17,2	4,4	1,1	0,8	4,2	4,7	-0,3	2,6	-3,7	7,6	-0,3
2° trim.	-12,4	-2,6	4,6	7,9	16,8	3,6	4,4	-0,1	-5,4	9,1	-0,7
3° trim.	4,7	-1,6	5,7	9,6	11,8	6,8	4,7	-1,0	-2,1	6,9	-0,8
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2007	14,2	2,9	4,9	17,3	27,3	6,5	5,4	2,6	15,2	4,7	3,0
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,1	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009 1° trim.	16,1	5,5	7,1	10,0	8,2	14,2	-	5,2	-	8,2	4,5
2° trim.	14,2	4,3	9,4	3,4	-1,7	10,8	-	4,0	-	7,0	6,6
3° trim.	10,2	2,2	5,1	1,5	-13,0	-3,2	-	4,5	-	5,0	4,2
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	5,6	4,7	10,9	13,2	10,9	9,2	7,7	6,2	7,5	7,0
2° trim.	6,3	6,4	5,9	13,3	16,4	13,5	9,7	8,1	6,4	8,2	7,7
3° trim.	7,0	7,3	6,2	15,2	19,0	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
2009 lug.	6,7	7,0	6,1	-	18,0	14,6	10,2	8,3	7,2	8,5	7,8
ago.	7,0	7,3	6,0	-	18,9	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
set.	7,2	7,5	6,5	-	20,1	14,6	10,7	8,5	7,2	8,7	7,9
ott.	7,5	7,7	6,9	-	21,3	.	10,8	8,7	.	8,8	.
nov.	7,8	7,9	7,2	-	22,3	.	10,8	8,8	.	8,9	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

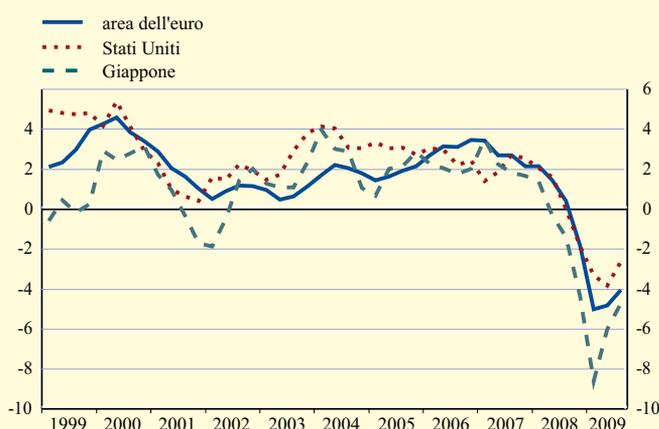
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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											
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	56,3
2009	.	.	.	.	9,3	.	0,69	4,17	1,3948	.	.
2008 4° trim.	1,6	1,7	-1,9	-8,7	7,0	8,3	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,3
2009 1° trim.	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,2	9,4	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
2° trim.	-1,2	0,3	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
3° trim.	-1,6	-1,4	-2,6	-10,6	9,6	7,6	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
4° trim.	.	.	.	.	10,0	.	0,27	4,17	1,4779	.	.
2009 ago.	-1,5	.	.	-11,3	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	10,1	5,4	0,28	3,71	1,4816	.	.
nov.	1,8	.	.	-4,4	10,0	5,1	0,27	3,44	1,4914	.	.
dic.	.	.	.	.	10,0	.	0,25	4,17	1,4614	.	.
Giappone											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	.	.	.	.	.	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2008 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	-8,6	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2° trim.	-1,0	2,5	-6,0	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	.	-4,7	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2009 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.	-1,9	.	.	-3,9	5,2	3,3	0,31	1,41	132,97	.	.
dic.	.	.	.	.	.	3,1	0,28	1,42	131,21	.	.

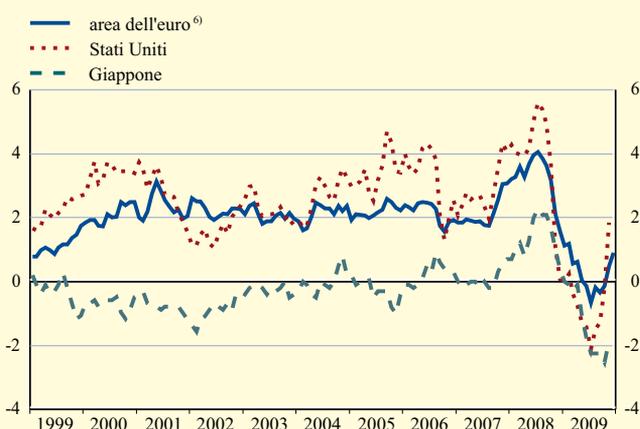
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 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	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	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:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 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'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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 e*, 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:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

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 13 gennaio 2010.

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 stagionalizzati 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 e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nella pubblicazione *Manual on investment fund statistics*. Da dicembre 2008 informazioni statistiche armonizzate sono raccolte e elaborate sulla base del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento.

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 destagionalizzati 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 a 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 Svensson⁴⁾. 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 termine⁵⁾. 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 specifici⁶⁾. 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 2007⁷⁾. I prezzi

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.

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 dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime 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 sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli 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 armo-

8) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

9) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

nizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, 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 (5ª 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 paga-

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.

menti 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, 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 geografica 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 transa-

zioni, 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 isti-

tuzioni 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 rego-

lamento (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, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006

e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. 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. il riquadro 5 *Andamenti dell'interscambio internazionale e revisione dei tassi di cambio effettivi dell'euro* in questo numero del Bollettino, la 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, 3 DICEMBRE 2009 E 14 GENNAIO 2010

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 2009



Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2009. 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 ottobre e dicembre 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 2008, aprile 2009.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

L'orientamento di politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria, gennaio 2010.

Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione europea: evoluzione e prospettive, gennaio 2010.

Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali, gennaio 2010.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 10 *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections*, di P. Athanassiou, dicembre 2009.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 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. Santabárbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.
- 107 *The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, di S. Cheun, I. von Köppen-Mertes e B. Weller, dicembre 2009.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

WORKING PAPER SERIES

- 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.
- 1119 *Nonparametric hybrid Phillips curves based on subjective expectations: estimates for the euro area*, di M. Buchmann, dicembre 2009.
- 1120 *Exchange rate pass-through in central and eastern European Member States*, di J. Beirne e M. Bijsterbosch, dicembre 2009.
- 1121 *Does finance bolster superstar companies? Banks, venture capital and firm size in local US markets*, di A. Popov, dicembre 2009.
- 1122 *Monetary policy shocks and portfolio choice*, di M. Fratzscher, C. Saborowski e R. Straub, dicembre 2009.
- 1123 *Monetary policy and the financing of firms*, di F. De Fiore, P. Teles e O. Tristani, dicembre 2009.
- 1124 *Balance sheet interlinkages and macro-financial risk analysis in the euro area*, di O. Castrén e I. K. Kavonius, dicembre 2009.
- 1125 *Leading indicators in a globalised world*, di F. Fichtner, R. Ruffer e B. Schnatz, dicembre 2009.
- 1126 *Liquidity hoarding and interbank market spreads: the role of counterparty risk*, di F. Heider, M. Hoerova e C. Holthausen, dicembre 2009.

- 1127 *The Janus-headed salvation: sovereign and bank credit risk premia during 2008-09*, di J. W. Ejsing e W. Lemke, dicembre 2009.
- 1128 *EMU and the adjustment to asymmetric shocks: the case of Italy*, di G. Amisano, N. Giammarioli e L. Stracca, dicembre 2009.
- 1129 *Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries*, di M. Andersson, K. Masuch e M. Schiffbauer, dicembre 2009.
- 1130 *Monetary policy and potential output uncertainty: a quantitative assessment*, di S. Delle Chiaie, dicembre 2009.
- 1131 *What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?*, di M.-G. Attinasi, C. Checherita e C. Nickel, dicembre 2009.
- 1132 *A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information*, di J. Paredes, D. J. Pedregal e J. J. Pérez, dicembre 2009.
- 1133 *Fiscal policy shocks in the euro area and the United States: an empirical assessment*, di P. Burriel, F. de Castro, D. Garrote, E. Gordo, J. Paredes e J. J. Pérez, dicembre 2009.
- 1134 *Would the Bundesbank have prevented the great inflation in the United States?*, di L. Benati, dicembre 2009.
- 1135 *Return to retail banking and payments*, di I. Hasan, H. Schmiedel e L. Song, dicembre 2009.
- 1136 *Payment scale economies, competition and pricing*, di D. B. Humphrey, dicembre 2009.
- 1137 *Regulating two-sided markets: an empirical investigation*, di S. Carbó Valverde, S. Chakravorti e F. Rodríguez Fernández, dicembre 2009.
- 1138 *Credit card interchange fees*, di J.-C. Rochet e J. Wright, dicembre 2009.
- 1139 *Pricing payment cards*, di O. Bedre e E. Calvano, dicembre 2009.
- 1140 *SEPA, efficiency and payment card competition*, di W. Bolt e H. Schmiedel, dicembre 2009.
- 1141 *How effective are rewards programmes in promoting payment card usage? Empirical evidence*, di S. Carbó Valverde e J. M. Liñares-Zegarra, dicembre 2009.
- 1142 *Credit card use after the final mortgage payment: does the magnitude of income shocks matter?*, di B. Scholnick, dicembre 2009.
- 1143 *What drives the network's growth? An agent-based study of the payment card market*, di B. Alexandrova-Kabadjova e J. Luis Negrín, dicembre 2009.
- 1144 *Choosing and using payment instruments: evidence from German microdata*, di U. von Kalckreuth, T. Schmidt e H. Stix, dicembre 2009.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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).

Glossary of terms related to payment clearing and settlement systems, dicembre 2009 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – November 2009, dicembre 2009 (disponibile solo online).

New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, dicembre 2009 (disponibile solo online).

Financial Stability Review, dicembre 2009.

Retail payments – integration and innovation, dicembre 2009 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

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, 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 sul funzionamento dell'Unione 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 le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedure d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte.

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 alle famiglie, nonché 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 (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe 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.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

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 [Eurosistem]: 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.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

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, 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.

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 corrisposte 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 *note*, 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 pari almeno 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 si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

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.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa 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, rispetto 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.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [international investment position (i.i.p.)]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

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, al netto delle 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.

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 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione 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 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione 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 in un periodo di mantenimento predefinito. 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 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 di prodotti manifatturieri 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 di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

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 cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) 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 [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

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.