



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

**03 | 2010**

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

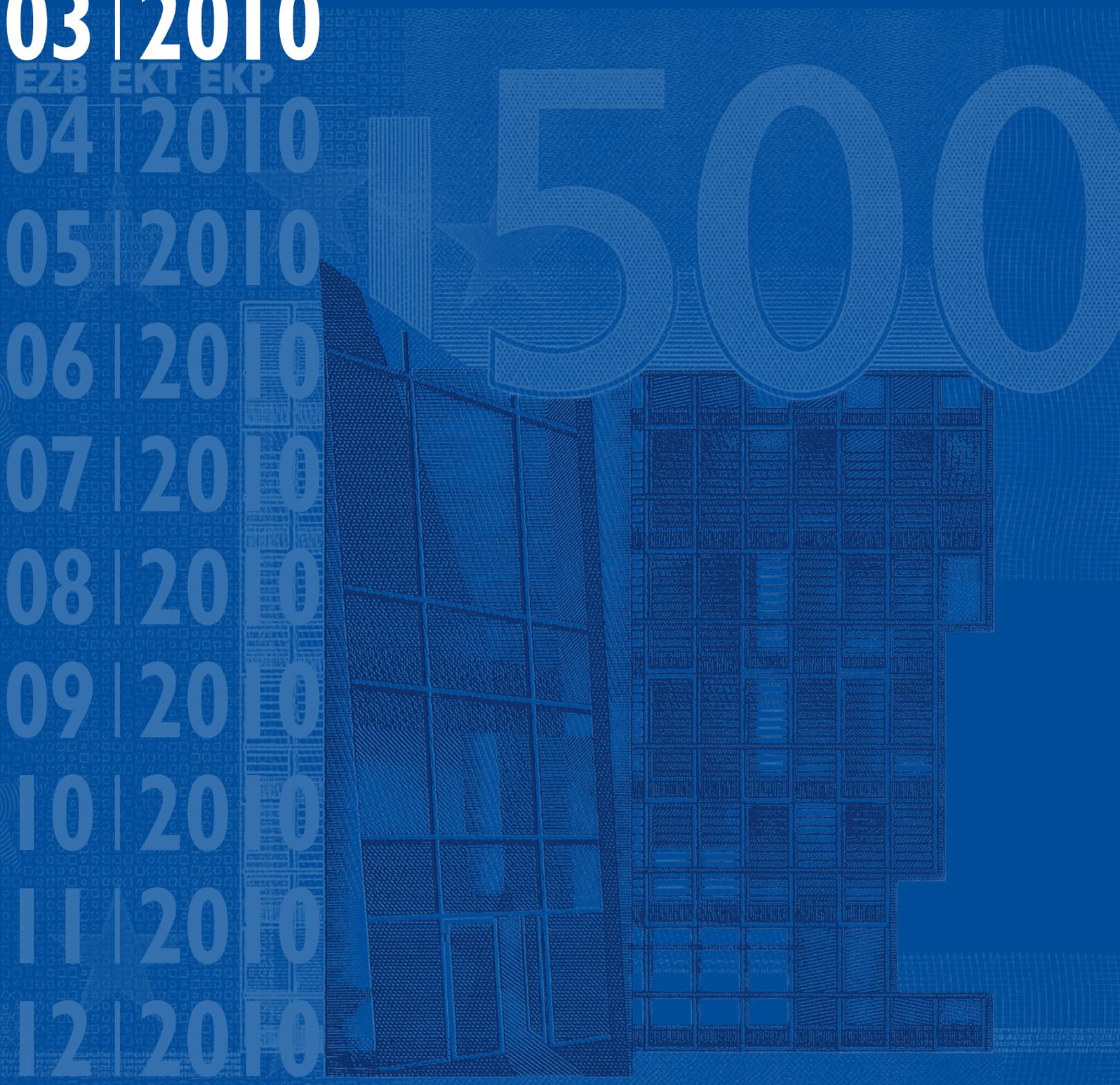
09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

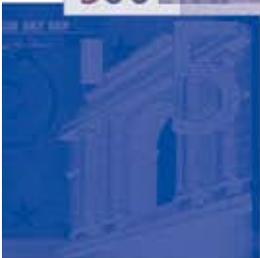
**BOLLETTINO MENSILE  
MARZO**





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE MARZO 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 3 marzo 2010.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



## INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	9 Le sfide per la sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro	<b>92</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		10 I <i>carry trade</i> e i tassi di cambio	<b>97</b>
Il contesto esterno all'area dell'euro	<b>9</b>		
Gli andamenti monetari e finanziari	<b>19</b>	<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
Prezzi e costi	<b>57</b>	<b>ALLEGATI</b>	
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	<b>68</b>	Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	<b>I</b>
La finanza pubblica	<b>87</b>	Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2009	<b>V</b>
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	<b>95</b>	Glossario	<b>XI</b>
<b>Riquadri:</b>			
1 Gli investimenti in capacità petrolifera e il rallentamento economico	<b>15</b>		
2 L'impatto delle "bad bank" sulle statistiche relative ai bilanci delle IFM	<b>25</b>		
3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'11 novembre 2009 al 9 febbraio 2010	<b>34</b>		
4 I risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro nella seconda metà del 2009	<b>45</b>		
5 Andamenti recenti delle aspettative di inflazione dei consumatori e degli esperti nell'area dell'euro	<b>60</b>		
6 L'effetto di trascinamento sulla crescita media annua del PIL in termini reali	<b>69</b>		
7 L'indice del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro: elaborazione, utilità e andamenti recenti	<b>72</b>		
8 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE	<b>83</b>		

## 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 4 marzo, 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. Tenuto conto dell'insieme delle informazioni e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 4 febbraio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. I risultati dell'analisi monetaria confortano la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Nella riunione del 4 marzo il Consiglio direttivo ha anche esaminato, alla luce degli andamenti dell'economia e dei mercati finanziari, come procedere nel graduale rientro delle misure operative non convenzionali che erano state adottate. È stato quindi deciso di continuare a condurre sia le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) sia le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti finché sarà necessario e in ogni caso almeno fino al termine del nono periodo di mantenimento del 2010, il 12 ottobre. A ciascuna operazione di rifinanziamento con scadenza speciale si applicherà il tasso fisso utilizzato nelle ORP del rispettivo periodo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso la ripresa delle procedure d'asta a tasso variabile nelle regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con

scadenza a 3 mesi, a partire dall'operazione che sarà aggiudicata il 28 aprile 2010. I volumi saranno definiti in vista di assicurare condizioni distese nei mercati monetari ed evitare differenziali significativi tra i tassi offerti e quello in essere sulle ORP. Inoltre, in linea con la decisione del 16 dicembre 2009 sulle ORLT a 12 mesi, il Consiglio direttivo ha stabilito che alla ORLT con scadenza a 6 mesi e aggiudicazione il 31 marzo 2010 si applicherà il tasso minimo di offerta medio delle ORP condotte nell'arco della durata di tale operazione.

Con queste decisioni, l'Eurosistema seguita a fornire un sostegno alla liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro a condizioni assai vantaggiose, agevolando così l'offerta di credito nell'area. Al tempo stesso contribuisce a evitare distorsioni connesse al mantenimento di misure non convenzionali oltre il necessario. Il Consiglio direttivo procederà nel graduale rientro delle misure straordinarie di liquidità. Al fine di contrastare con efficacia qualsiasi rischio per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine, 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 l'analisi economica, negli ultimi trimestri l'area dell'euro ha seguito a beneficiare dei significativi interventi di stimolo macroeconomico e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema bancario, nonché della ripresa in atto su scala mondiale. La prima stima dell'Eurostat relativa al PIL in termini reali dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2009 indica una crescita dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,4 del terzo trimestre. Gli indicatori disponibili suggeriscono che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. In particolare incidono vari fattori straordinari, fra i quali le condizioni meteorologiche avverse che hanno colpito determinate regioni dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2010. Dato questo andamento discontinuo è preferibile non soffermarsi sulla volatilità riscontrata su base trime-

strale e confrontare i dati di crescita nell'arco di un semestre. Guardando al futuro, il Consiglio direttivo si attende un tasso di incremento del PIL in termini reali ancora moderato nel 2010, considerato il processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori nonché l'aspettativa che il basso livello di utilizzo della capacità produttiva freni verosimilmente gli investimenti e che i consumi siano moderati dalle deboli prospettive del mercato del lavoro.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, che indicano tassi di espansione del PIL in termini reali compresi tra lo 0,4 e l'1,2 per cento nel 2010 e tra lo 0,5 e il 2,5 per cento l'anno seguente. Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, svolto dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 appare lievemente più ristretto, mentre quello per il 2011 è stato leggermente rivisto al rialzo, per tenere conto del notevole rafforzamento dell'attività su scala mondiale.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, il miglioramento del clima di fiducia potrebbe superare le aspettative correnti ed è possibile che l'economia mondiale e il commercio con l'estero registrino una ripresa più marcata del previsto. Inoltre, gli ampi stimoli macroeconomici in atto e gli altri interventi di politica economica potrebbero generare effetti più consistenti di quanto anticipato. In termini di rischi al ribasso, persistono timori concernenti interazioni negative più intense o prolungate del previsto fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e delle altre materie prime, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche e rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in febbraio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata dello 0,9 per cento

nell'area dell'euro, dopo l'1,0 per cento di gennaio. L'inflazione dovrebbe collocarsi intorno all'1 per cento nel breve periodo e mantenersi moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda interna ed estera, ci si attende che le dinamiche dei prezzi, dei costi e dei salari restino nel complesso contenute. In questo contesto è importante rilevare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in marzo dagli esperti della BCE, che indicano tassi di inflazione al consumo sui 12 mesi compresi tra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010 e tra lo 0,9 e il 2,1 per cento l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, svolte dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 è stato corretto lievemente al ribasso, mentre quello per il 2011 leggermente al rialzo.

I rischi per queste prospettive restano sostanzialmente bilanciati. Sono connessi in particolare all'ulteriore evoluzione dell'attività economica e agli andamenti 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, in gennaio il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 è diventato lievemente positivo, salendo allo 0,1 per cento. Questo andamento, principalmente riconducibile a un effetto base, conferma la tesi di una perdurante debolezza della crescita della moneta. Unitamente al tasso di variazione negativo sui 12 mesi dei prestiti al settore privato (-0,6 per cento in gennaio), gli ultimi dati corroborano la valutazione del Consiglio direttivo di un'espansione monetaria di fondo moderata e di spinte inflazionistiche modeste connesse agli andamenti monetari nel medio periodo. La

crescita di M3 e dei prestiti al settore privato resterà probabilmente debole anche nei prossimi mesi.

Al tempo stesso, l'evoluzione effettiva della moneta è verosimilmente più contenuta rispetto all'espansione monetaria di fondo per l'impatto frenante dell'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti. Ciò favorisce la riallocazione di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine. I modesti differenziali tra i tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3 comportano d'altro canto un basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M1, che in gennaio ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto (11,5 per cento sui 12 mesi).

Il tasso di variazione negativo dei prestiti al settore privato è il risultato di andamenti di segno opposto: se da un lato la crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie appare positiva e in aumento, dall'altro quella dei prestiti alle società non finanziarie è negativa e in calo. Tali differenze sono in linea con l'evoluzione storica e le regolarità cicliche, che supportano l'aspettativa di prestiti alle società non finanziarie ancora deboli per qualche tempo dopo la ripresa dell'attività economica. Contestualmente si è ridotto il costo dell'indebitamento per le imprese e, nell'insieme, il settore ha continuato a fare ampio ricorso al mercato per sostituire il canale di finanziamento bancario.

Negli ultimi mesi le banche hanno proceduto nel ridimensionamento dei propri bilanci complessivi, ma dovranno dimostrarsi capaci di gestire questo adeguamento assicurando al tempo stesso la disponibilità di credito al settore non finanziario. Per raccogliere la sfida dovrebbero sfruttare il miglioramento delle condizioni di finanziamento e rafforzare ulteriormente le proprie basi patrimoniali, beneficiando appieno, laddove necessario, delle 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. Tenuto conto dell'insieme delle informazioni

e delle analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione del Consiglio direttivo dello scorso 4 febbraio, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti contenuta nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica è in corso nell'area dell'euro, pur essendo probabilmente destinata a procedere in modo discontinuo. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da perdurante incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la valutazione di spinte inflazionistiche modeste nel medio periodo. Nell'insieme, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione 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.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, livelli elevati di disavanzo e debito pubblico esercitano ulteriori pressioni a carico della politica monetaria e minano il Patto di stabilità e crescita in quanto pilastro fondamentale dell'Unione economica e monetaria. È della massima importanza che il programma di stabilità di ciascun paese dell'area dell'euro definisca le strategie di uscita dalle misure di stimolo e le strategie di riequilibrio dei conti pubblici per il prossimo futuro. Ciò richiede interventi risoluti, in particolare da parte delle economie con alti livelli di disavanzo e debito. Tutti i paesi dovranno rispettare gli impegni assunti nel quadro delle procedure per i disavanzi eccessivi. Il processo di risanamento delle finanze pubbliche dovrebbe iniziare al più tardi nel 2011 e spingersi ben oltre il requisito minimo di correzione annua fissato nel Patto di stabilità e crescita allo 0,5 per cento del PIL. La riforma della spesa va posta in primo piano. Il 3 marzo il Consiglio direttivo ha rilasciato una dichiarazione sulle misure aggiuntive di risanamento dei conti pubblici annunciate dal governo greco.

Per favorire la crescita sostenibile e la creazione di posti di lavoro, in tutti i paesi dell'area dell'euro la sfida principale è accelerare le riforme strutturali. Occorre adottare politiche intese ad aprire l'accesso ai mercati e rafforzare la concorrenza. In generale, è essenziale gettare le premesse per investimenti a lungo termine in innovazione in vista di generare nuove opportunità imprenditoriali. È il momento di provvedere al progressivo rientro delle misure di sostegno settoriale adottate per fronteggiare gli effetti immediati della crisi. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, si rendono necessarie

moderazione salariale in diverse economie e sufficiente flessibilità per impedire che la disoccupazione strutturale raggiunga livelli più elevati nei prossimi anni. Le riforme strutturali dovrebbero essere supportate da un'opportuna ristrutturazione del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono essenziali per potenziare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile e per la stabilità finanziaria.

## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Gli indicatori recenti continuano a segnalare che l'economia mondiale è avviata su un sentiero di ripresa. L'inflazione è aumentata nel periodo recente, pur restando piuttosto bassa. Benché l'incertezza circa la sostenibilità della crescita futura rimanga elevata, i rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.*

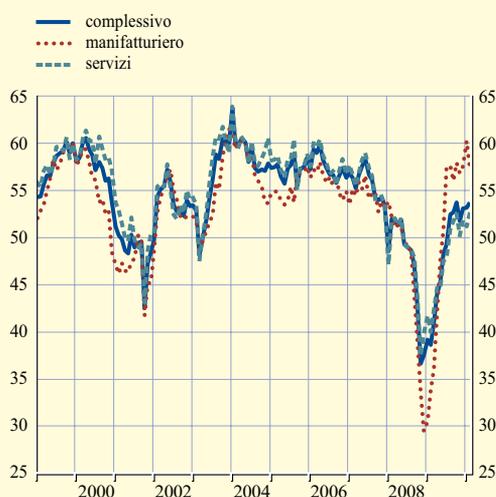
## I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Dopo essere tornata a registrare tassi di variazione positivi nel secondo e terzo trimestre del 2009, l'attività economica mondiale ha continuato a espandersi nel quarto e agli inizi del 2010. Tale andamento è stato favorito dalle azioni di stimolo monetario e fiscale, dal miglioramento del clima di fiducia sia dei consumatori sia delle imprese e dal prolungato ciclo delle scorte. L'ha altresì accompagnato una rapida ripresa del commercio internazionale. Più di recente, gli indicatori del mercato del lavoro hanno segnalato una crescita dell'occupazione nel settore manifatturiero e un minore calo dei posti di lavoro in quello dei servizi.

Più nel dettaglio, i recenti riscontri basati su indicatori continuano a segnalare che l'economia mondiale è avviata su un sentiero di ripresa. A febbraio l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 53,6, da 53,2 nel mese precedente (cfr. figura 1). Il ritmo della ripresa sembra essersi nell'insieme stabilizzato negli ultimi mesi. La scomposizione settoriale del PMI complessivo indica che l'espansione del settore dei servizi resta inferiore a quella del settore manifatturiero. Il differenziale di crescita si è tuttavia ristretto in febbraio, quando la produzione si è indebolita nel settore manifatturiero e rafforzata notevolmente in quello dei servizi. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi indica che, nonostante il lieve miglioramento recente nei servizi, il settore manifatturiero resterà la principale determinante della crescita dell'economia mondiale almeno nella prima parte del 2010.

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

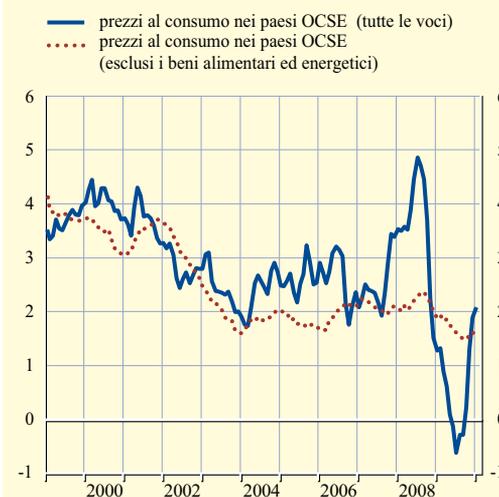
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Gli indicatori più recenti evidenziano per dicembre un aumento dell'interscambio mondiale in termini di volume pari al 4,8 per cento rispetto al mese precedente, contro l'1,1 per cento di novembre. La crescita è stata massima in Asia e in America latina, ma si è intensificata anche nelle economie avanzate. I dati trimestrali – sui quali non influiscono alcune oscillazioni a breve termine – mostrano che nel quarto trimestre del 2009 l'interscambio è aumentato del 6 per cento rispetto al periodo precedente, il tasso di crescita più elevato che si sia osservato. A fine 2009 il commercio mondiale in termini di volume era ancora inferiore dell'8 per cento al massimo di aprile 2008, ma superiore del 15 per cento al minimo di maggio 2009.

Dopo essere rimasta inferiore allo zero per quattro mesi, l'inflazione su scala mondiale è tornata in territorio positivo nell'ultimo trimestre del 2009 e ha registrato un ulteriore incremento lieve agli inizi del 2010. In gennaio nei paesi dell'OCSE l'inflazione generale al consumo sui 12 mesi è salita al 2 per cento, dall'1,9 di dicembre (cfr. figura 2). Il moderato aumento degli ultimi mesi ha riflesso soprattutto l'inversione degli effetti base connessi ai prezzi delle materie prime. Il tasso di inflazione sui 12 mesi calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici nei paesi dell'OCSE è stato pari all'1,6 per cento in gennaio, invariato rispetto al mese precedente.

#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti il tasso di variazione del PIL in termini reali è stato pari a -2,4 per cento nel 2009. Alla contrazione della prima metà dell'anno ha fatto seguito una pronunciata ripresa nella seconda, favorita sia dalle misure di stimolo monetario e fiscale sia dal ciclo delle scorte. La seconda stima del Bureau of Economic Analysis segnala che nel quarto trimestre del 2009 il PIL in termini reali è aumentato del 5,9 per cento in ragione d'anno, contro il 2,2 del terzo. La maggiore espansione ha riflesso principalmente il forte contributo delle scorte, pari a 3,9 punti percentuali. Gli investimenti delle imprese, che nei trimestri precedenti avevano frenato la crescita del prodotto, vi hanno concorso per 0,6 punti percentuali. L'effetto positivo del commercio estero, notevole nei trimestri precedenti, è gradualmente venuto meno verso la fine dell'anno poiché le importazioni sono aumentate in linea con il recupero della spesa per consumi privati.

Con riferimento ai prezzi, il tasso di inflazione misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stato mediamente pari a -0,4 per cento nel 2009 (in calo rispetto al 3,8 dell'anno precedente). L'inflazione generale è aumentata verso la fine del 2009 e in gennaio era pari al 2,6 per cento, principalmente a causa degli effetti base derivanti dagli andamenti pregressi dei corsi dei beni energetici. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è sceso all'1,6 per cento sui 12 mesi in gennaio, da una media dell'1,7 per cento nel 2009.

In prospettiva, è probabile che nel breve periodo la ripresa continui ad essere trainata dalle azioni di stimolo fiscale e monetario, oltre che dal sostegno fornito dal ciclo delle scorte. Si prevede tuttavia che successivamente la crescita del PIL si riduca lievemente al venir meno dell'azione favorevole del ciclo delle scorte e delle misure di stimolo. Le deboli condizioni del mercato del lavoro e il perdurante processo di riduzione dell'onere del debito delle famiglie dovrebbero limitare il recupero della spesa per consumi privati. Per quanto concerne i prezzi, è probabile che l'inflazione resti contenuta in presenza di un ampio *output gap*.

Il 27 gennaio 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. I programmi di acquisto di titoli a più lunga scadenza dovrebbero essere completati entro la fine di marzo. Il 18 febbraio il FOMC ha inoltre annunciato delle modifiche ai programmi di finanziamento mediante ricorso alla finestra di sconto. Esse comprendono un aumento del tasso di sconto

dallo 0,5 allo 0,75 per cento e una riduzione della scadenza massima tipica per le operazioni di credito primario, che diventa *overnight*.

## GIAPPONE

L'economia giapponese sembra riprendersi lentamente. Secondo la stima preliminare del Cabinet Office, nel quarto trimestre del 2009 il PIL in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento sul periodo precedente. Tale risultato va ricondotto in larga misura alla domanda estera e ai notevoli consumi privati, sorretti dalle misure di stimolo adottate dal governo. Gli investimenti delle imprese sono aumentati per la prima volta in quasi due anni, mentre quelli in edilizia residenziale hanno registrato un lieve calo. La crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre fa seguito al ristagno osservato nel terzo e a un aumento dell'1,3 per cento nel secondo. Complessivamente, nel 2009 il PIL in termini reali è calato del 5,0 per cento rispetto all'anno precedente.

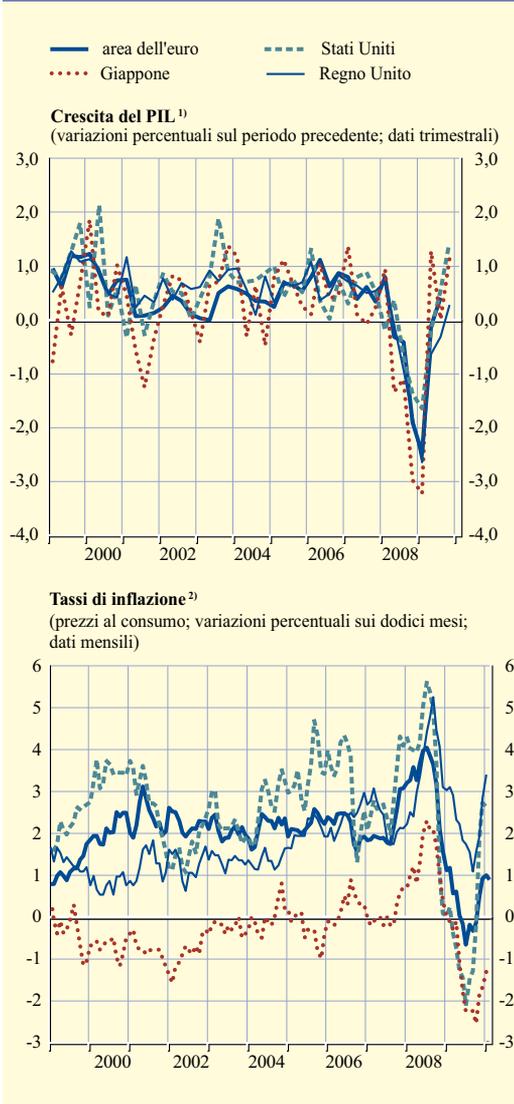
Per il considerevole eccesso di capacità produttiva, in gennaio i prezzi al consumo hanno continuato a scendere. L'inflazione generale al consumo sui 12 mesi è stata pari a -1,3 per cento (-1,7 per cento in dicembre), mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto invariato a -1,2 per cento.

Nella riunione conclusasi il 18 febbraio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per la *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

## REGNO UNITO

Nel Regno Unito il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è diventato positivo nel quarto trimestre, dopo il graduale ridimensionamento della contrazione osservato nei trimestri precedenti. La stima rivista lo pone pari a 0,3 per cento, contro -0,3 per cento nel terzo trimestre. Tale risultato va ricondotto principalmente alla crescita della spesa delle famiglie (0,4 per cento sul trimestre precedente) e dei consumi finali collettivi (1,2 per cento), mentre gli investimenti delle imprese hanno continuato a calare. Nell'insieme, gli indicatori recenti dell'attività e del mercato delle abitazioni segnalano che il graduale miglioramento economico è proseguito agli inizi del 2010. Il mercato degli immobili residenziali ha registrato un'evoluzione costantemente positiva negli ultimi mesi, grazie alle misure di sostegno adottate dal governo. A gennaio i prezzi delle abitazioni sono aumentati per il settimo mese consecutivo (del 3,6 per cento sui 12 mesi), in

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.

linea con la maggiore disponibilità di mutui ipotecari osservata nel periodo recente. Il flusso di prestiti netti totali erogati a persone fisiche è aumentato in gennaio, pur restando ben al di sotto della media del 2008. In prospettiva, l'attività dovrebbe continuare a riprendersi gradualmente grazie agli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina, alle azioni di stimolo fiscale e monetario e ai miglioramenti delle condizioni mondiali complessive.

L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata nel periodo recente, portandosi in gennaio al 3,5 per cento (dal 2,5 di dicembre), principalmente per effetto del rincaro del petrolio e della scadenza della misura temporanea di abbassamento dell'aliquota IVA. Potrebbero avere concorso a questo aumento anche le spinte al rialzo derivanti dal precedente deprezzamento della sterlina. Tuttavia, in prospettiva l'inflazione dovrebbe moderarsi poiché il perdurante margine di capacità inutilizzata deprimerà la dinamica dei prezzi.

Nei mesi recenti il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali e ha completato il programma di acquisto di attività per un totale di 200 miliardi di sterline.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

Negli ultimi trimestri la situazione economica è nel complesso migliorata anche negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. La dinamica della crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente è stata tuttavia piuttosto variabile in diverse economie, di riflesso alle oscillazioni del ciclo delle scorte e alle azioni di risanamento dei conti pubblici attualmente in corso.

In Svezia la stima rapida segnala che nel quarto trimestre del 2009 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,6 per cento sul periodo precedente. I dati storici sono stati rivisti al ribasso, indicando ora una stagnazione nel secondo trimestre e una contrazione dello 0,1 per cento nel terzo. In Danimarca la stima rapida indica un aumento del PIL in termini reali pari allo 0,2 per cento sul trimestre precedente dopo una crescita dello 0,3 per cento nel quarto (rivista al ribasso rispetto alla precedente stima di 0,6 per cento). Gli indicatori congiunturali segnalano un miglioramento della situazione economica in entrambi i paesi nel primo periodo del 2010. A gennaio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC ha continuato ad aumentare in Danimarca (portandosi all'1,9 per cento, dall'1,2 di dicembre), mentre si è lievemente moderata in Svezia (al 2,7 per cento, dal 2,8 di dicembre). A dicembre e gennaio la Danmarks Nationalbank ha abbassato a tre riprese il tasso di riferimento principale, per un totale di 20 punti base, portandolo all'1,05 per cento.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, la situazione economica è notevolmente migliorata rispetto al brusco calo dell'attività osservato nel primo trimestre del 2009. La robusta ripresa della produzione industriale negli ultimi mesi, sorretta dalla crescita della domanda estera, ha svolto un ruolo fondamentale. Nella regione il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è migliorato gradualmente nel secondo e terzo trimestre, pur restando negativo in Ungheria e Romania. Per il quarto trimestre, tuttavia, la stima rapida dell'Eurostat segnala andamenti più eterogenei. Il ritmo di contrazione si è moderato ulteriormente in Ungheria (-0,4 per cento, da -1,2 nel terzo trimestre) e accentuato in Romania (-1,5 per cento, da -0,6 nel terzo trimestre). La Repubblica Ceca è passata a evidenziare un tasso di variazione negativo (-0,6 per cento, da +0,8 nel terzo trimestre), mentre la Polonia ha registrato un'intensificazione della crescita (all'1,2 per cento). Nell'insieme, gli indicatori del clima di fiducia e i dati sulla produzione industriale e l'interscambio del periodo recente segnalano ulteriori miglioramenti dell'attività agli inizi del 2010 nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa cen-

trale e orientale. Al tempo stesso gli andamenti economici dei trimestri a venire sono caratterizzati da un notevole grado di incertezza e permangono rischi significativi, evidenziati dall'aumento dei tassi di disoccupazione.

L'inflazione ha seguito andamenti piuttosto difforni nella regione durante i mesi recenti. Nella Repubblica Ceca, il tasso sui 12 mesi misurato sullo IAPC ha oscillato attorno a livelli piuttosto bassi e in gennaio è stato pari allo 0,4 per cento. In Ungheria, Polonia e Romania è rimasto invece più elevato (rispettivamente al 6,2, 3,9 e 5,2 per cento) nello stesso mese. Il 5 gennaio la Banca Națională a României ha ridotto il tasso di riferimento principale di 50 punti base, al 7,5 per cento, e il 22 febbraio la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il proprio di 25 punti base, al 5,75 per cento.

Fra tutti gli Stati membri dell'UE, quelli baltici hanno registrato l'aggiustamento economico più pronunciato dagli inizi del rallentamento mondiale. Negli ultimi trimestri gli andamenti del prodotto sul periodo precedente sono stati variabili, anche se sembrano complessivamente migliorati nei tre paesi. In Bulgaria il calo del PIL in termini reali è stato notevolmente inferiore che nei paesi baltici. I recenti indicatori congiunturali dell'attività e del clima di fiducia segnalano nell'insieme un miglioramento della situazione economica in tutte e quattro le economie, anche se negli ultimi mesi la produzione industriale ha continuato a evidenziare una certa debolezza in Bulgaria e Lituania.

In Russia i dati disponibili segnalano che il prodotto ha continuato a riprendersi nel quarto trimestre dopo la contrazione della prima metà dell'anno. In generale, nel 2009 il PIL in termini reali è diminuito del 7,9 per cento, secondo le stime preliminari. Le statistiche sulla produzione industriale a gennaio indicano che la ripresa dell'attività economica potrebbe avere perso slancio agli inizi del 2010, in un momento in cui le autorità stanno progressivamente ritirando le misure di stimolo fiscale adottate nel 2009. Rischi ulteriori per una ripresa rapida derivano principalmente da livelli dei prezzi delle materie prime più bassi del previsto e da una modesta espansione del credito. Le spinte inflazionistiche, seppur ancora forti, hanno continuato ad allentarsi. L'inflazione al consumo sui 12 mesi è calata all'8,0 per cento in gennaio, poiché il precedente apprezzamento del rublo ha frenato la crescita dei prezzi all'importazione.

#### PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Per quanto concerne le economie emergenti dell'Asia, nell'ultimo trimestre del 2009 l'espansione dell'attività economica si è ulteriormente intensificata e ha quindi continuato a trainare la ripresa mondiale. Tale risultato va ricondotto principalmente ai pacchetti di stimolo fiscale. Anche il commercio estero evidenzia un graduale recupero e in gran parte delle economie si sta riavvicinando ai livelli precedenti la crisi. La domanda interna è sempre più in grado di autosostenersi, in presenza di un'evoluzione favorevole del mercato delle attività e di una ripresa della creazione di posti di lavoro.

In Cina la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 10,7 per cento nell'ultimo trimestre del 2009, determinando un tasso di espansione dell'8,7 per cento per l'insieme del 2009. Gli investimenti trainati dalle azioni di stimolo hanno continuato a fornire il contributo principale alla crescita. Nonostante il graduale miglioramento delle condizioni esterne, il contributo dell'interscambio netto è stato ancora negativo nel quarto trimestre. La liquidità nel paese è rimasta abbondante. In gennaio la crescita sui 12 mesi di M2, che nel periodo recente aveva evidenziato un lieve calo, era pari al 26 per cento, un livello ben superiore all'obiettivo del 17 per cento fissato per il 2010. L'inflazione al consumo sui 12 mesi, tornata in territorio positivo a partire da novembre, ha raggiunto l'1,5 per cento in gennaio. Dagli inizi dell'anno le autorità

monetarie hanno assorbito la liquidità in eccesso aumentando l'aliquota per la riserva obbligatoria delle banche a due riprese, di 50 punti base ciascuna.

In Corea la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente si è notevolmente intensificata nel quarto trimestre, salendo al 6 per cento (contro lo 0,9 per cento del trimestre precedente), grazie soprattutto a effetti base. Il contributo degli investimenti e dei consumi privati è aumentato ulteriormente. In gennaio l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è salita al 3,1 per cento, dal 2,8 di un mese prima.

L'attività economica è stata vigorosa anche in India. Nel quarto trimestre il PIL in termini reali è aumentato del 5,9 per cento sul periodo corrispondente, contro il 6,8 del terzo trimestre. L'inflazione dei prezzi all'ingrosso, utilizzata come misura principale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India, è notevolmente aumentata riflettendo soprattutto la rapida accelerazione dei corsi dei beni alimentari e dei combustibili. A gennaio i prezzi all'ingrosso erano superiori dell'8,6 per cento rispetto a un anno prima.

Benché la ripresa nelle economie asiatiche emergenti sia stata dovuta in larga misura agli stimoli macroeconomici, che in gran parte di queste dovrebbero essere mantenuti nei prossimi mesi, esistono chiari segnali del fatto che la domanda interna è sempre più in grado di autosostenersi. Nel contempo la dinamica inferiore al previsto della domanda estera e le crescenti spinte inflazionistiche rappresentano importanti rischi verso il basso per le prospettive economiche della regione.

#### **AMERICA LATINA**

In America latina l'attività ha accelerato ulteriormente nel quarto trimestre, mentre le pressioni inflazionistiche si sono attenuate in gran parte dei paesi. Per quanto concerne il Brasile, gli indicatori ad alta frequenza segnalano che nel quarto trimestre la crescita della domanda sia interna sia estera si è notevolmente intensificata. Le vendite al dettaglio sono aumentate in media dell'8,8 per cento sul periodo corrispondente, contro il 5,0 del terzo trimestre. La produzione industriale è cresciuta del 5,8 per cento su base annua, dopo essere diminuita dell'8,2 nel terzo trimestre. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC nel quarto trimestre si è attestata sul 4,2 per cento, un livello leggermente inferiore rispetto al periodo precedente. In Argentina la produzione industriale è salita del 5,2 per cento nel quarto trimestre, dopo essere calata dell'1 per cento in quello precedente. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è stata mediamente pari al 7,1 per cento, in crescita rispetto al 5,9 del terzo trimestre. Con riferimento al Messico, nel quarto trimestre il PIL in termini reali ha subito una contrazione del 2,4 per cento sul periodo corrispondente (dopo essere sceso del 6,1 per cento nel terzo trimestre). L'inflazione al consumo sui 12 mesi è stata mediamente pari al 4 per cento, in calo rispetto al 5,1 del terzo trimestre.

Nell'insieme si prevede che l'attività economica in America latina continui a riprendersi gradualmente, grazie sia alle misure di stimolo adottate sia al miglioramento della domanda estera e delle condizioni di finanziamento. I rischi per l'economia della regione restano tuttavia sbilanciati verso il basso e continuano a dipendere dalle condizioni esterne.

#### **1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

Negli ultimi tre mesi i corsi petroliferi si sono stabilizzati entro un intervallo compreso fra 70 e 80 dollari statunitensi per barile, in presenza di una lieve volatilità riconducibile ai timori circa

il ritmo della ripresa economica mondiale (cfr. figura 4). Il 3 marzo il greggio di qualità Brent è stato quotato a 77,8 dollari per barile, un livello sostanzialmente invariato rispetto agli inizi dell'anno. 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 84 dollari.

La stabilizzazione dei corsi petroliferi si inserisce in un contesto di fondamentali economici in miglioramento. La domanda di greggio è aumentata rispetto ai minimi del secondo trimestre del 2009, grazie soprattutto al contributo delle economie emergenti. Ciò ha determinato inoltre una riduzione delle scorte accumulate nel 2008. Dal lato dell'offerta, la produzione nelle economie non appartenenti all'OPEC è rimasta sostanzialmente invariata mentre le forniture dei paesi dell'OPEC sono ben superiori al livello obiettivo.

Al tempo stesso si è arrestata la sequenza di revisioni al rialzo delle proiezioni per la domanda di petrolio elaborate dall'Agenzia internazionale per l'energia. Le previsioni più recenti per il 2010 stimano un aumento della domanda pari a 1,6 milioni di barili al giorno rispetto al 2009, riconducibile in larga parte alla maggiore richiesta dei paesi non appartenenti all'OCSE. Il riquadro 1 analizza in maggiore dettaglio le prospettive dal lato dell'offerta, concentrandosi sugli effetti della recessione sugli investimenti in capacità produttiva di petrolio.

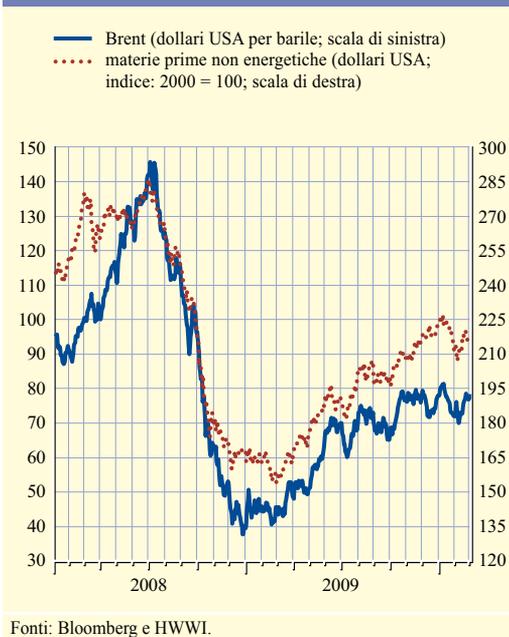
I prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti negli ultimi tre mesi. I corsi delle derrate alimentari e delle materie prime agricole si sono lievemente moderati, principalmente come conseguenza delle segnalazioni di raccolti eccezionali di granoturco. Per quanto concerne i metalli, il forte aumento delle quotazioni osservato nell'ultimo trimestre del 2009 si è arrestato in presenza di timori per la solidità della ripresa economica mondiale. A fine febbraio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore di circa il 2 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

#### Riquadro 1

### GLI INVESTIMENTI IN CAPACITÀ PETROLIFERA E IL RALLENTAMENTO ECONOMICO

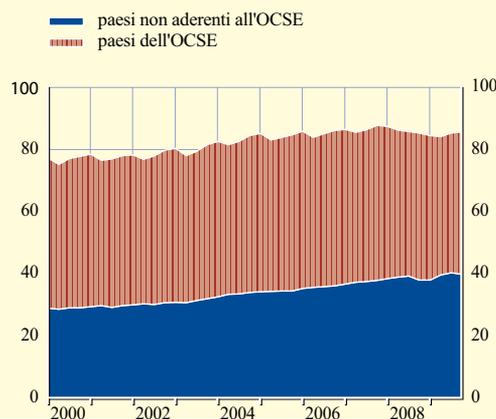
La crisi finanziaria e la conseguente recessione mondiale hanno influito sostanzialmente sui fondamentali del mercato petrolifero. A seguito del rallentamento economico, la domanda mondiale di petrolio è scesa da un massimo di 87,8 milioni di barili al giorno (mb/g) nel quarto trimestre del 2007 a un minimo di 84,2 nel secondo del 2009 (cfr. figura A). Come reazione a questo calo, i produttori di greggio hanno rapidamente ridimensionato l'offerta. In particolare, l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) ha operato una consistente riduzione (pari a quasi 5 mb/g) della propria quota. Un effetto collaterale della recessione è costituito dalla sostanziale caduta degli inve-

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



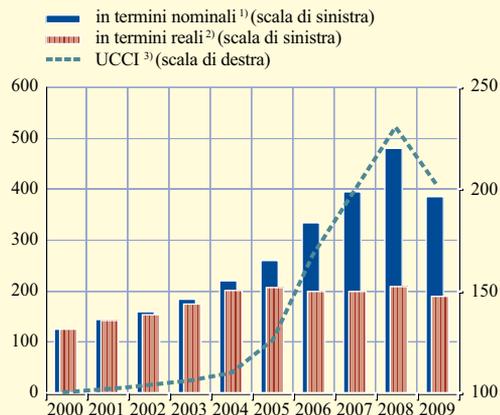
**Figura A Domanda di petrolio per regione**

(milioni di barili al giorno)



Fonte: IEA.  
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 4° trimestre del 2009.

**Figura B Investimenti nelle attività a monte della filiera petrolifera e *Upstream capital costs index* (UCCI)**



Fonti: IEA, IHS/CERA ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
1) Miliardi di dollari USA.  
2) Miliardi di dollari USA. Gli investimenti in termini reali sono calcolati deflazionando gli investimenti in termini nominali con l'indice UCCI dell'IHS/CERA, ossia l'indice dei costi del capitale nelle attività a monte della filiera petrolifera, adottando il 2000 come anno base. Il dato del 2009 è una stima dell'IEA basata sui piani aziendali.  
3) Indice: 2000 = 100.

stimenti in capacità produttiva di petrolio. Questo riquadro analizza in dettaglio la correzione di tali investimenti e ne valuta le conseguenze a medio termine per la produzione e i prezzi del greggio.

Gli effetti dal lato dell'offerta provocati dal rallentamento economico vanno considerati tenendo conto della prevista evoluzione della domanda di petrolio. Le più recenti proiezioni a medio termine dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ne prefigurano una nuova crescita, a 90,9 mb/g nel 2014. Il dato si fonda su un'ipotesi di calo dei consumi di petrolio nei paesi dell'OCSE pari a circa 3 mb/g rispetto al 2008, che sarebbe tuttavia più che compensato dal forte incremento della domanda nelle economie non appartenenti a tale organizzazione.

Secondo le stime dell'AIE, nel quarto trimestre del 2009 la produzione mondiale di petrolio era pari a 85,9 mb/g. Ciò vuol dire che, per soddisfare la maggiore domanda, la produzione dovrà salire di 5 mb/g entro il 2014. Le previsioni dell'AIE per l'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC sono piuttosto pessimistiche e ipotizzano livelli invariati rispetto al 2009. In questo caso, i 5 mb/g necessari dovrebbero provenire dall'OPEC.

La possibilità per l'offerta di adeguarsi alla crescente domanda dipende da quanto i produttori possono e vogliono investire per accrescere la capacità produttiva. Tra il 2000 e il 2008 gli investimenti in capacità a monte (*upstream*) hanno registrato un incremento considerevole in termini nominali (cfr. figura B)<sup>1)</sup>. In parallelo, tuttavia, i relativi costi sono più che raddoppiati e quindi la variazione in termini reali è sostanzialmente nulla dal 2004.

1) Nel settore petrolifero si definiscono "a monte" (*upstream*) le attività di ricerca ed esplorazione, oltre che quelle connesse all'esercizio dei pozzi, e "a valle" (*downstream*) il trasporto, la raffinazione e la distribuzione.

La recessione mondiale ha influito in misura notevole sugli investimenti nell'*upstream* del settore petrolifero (in termini sia nominali sia reali). In primo luogo, criteri più rigidi per la concessione del credito in tutto il mondo hanno ridotto la capacità delle imprese di finanziare i propri piani di investimento. In secondo luogo, la caduta della domanda di greggio ha diminuito sia l'urgenza sia l'attrattiva di un incremento della capacità. L'AIE sostiene che nel periodo recente siano stati cancellati o posticipati progetti di sviluppo di nuovi giacimenti stimati in grado di accrescere la capacità produttiva di 5,8 mb/g. Non sorprende rilevare come il calo della spesa nell'*upstream* sia stato concentrato nelle regioni con i più elevati costi di sviluppo e, più in particolare, nei paesi non appartenenti all'OPEC.

In sintesi, il fatto che i consumi di greggio siano diminuiti più della produzione crea un eccesso solo temporaneo dell'offerta rispetto alla domanda di petrolio. In un'ottica di medio periodo, è probabile che la riduzione degli investimenti a monte causata dalla fase congiunturale negativa rallenti il processo di espansione della capacità. Ciò può creare nuove strozzature dell'offerta al riprendersi dell'economia nei prossimi anni e determinare in futuro spinte al rialzo sui prezzi petroliferi.

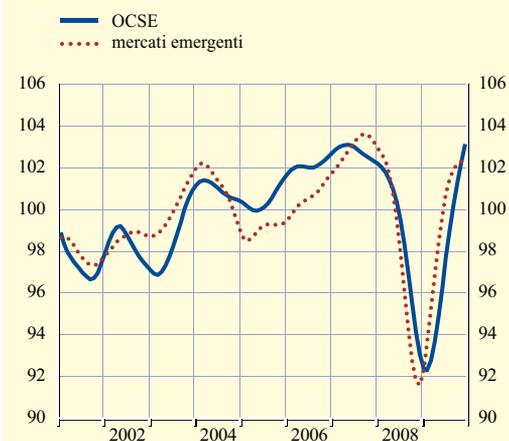
### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Vari indicatori segnalano che l'economia mondiale continuerà a espandersi nel breve periodo. A dicembre l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE (CLI) relativo ai paesi appartenenti all'organizzazione è aumentato in linea con la tendenza osservata nei mesi precedenti, avvalorando l'ipotesi secondo cui gran parte di queste economie è stabilmente avviata su un sentiero di ripresa (cfr. figura 5). Queste migliori prospettive a più breve termine sono sostenute anche dal perdurante aumento degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese nella maggioranza dei paesi dell'OCSE durante gli ultimi mesi, fino ai livelli della prima metà del 2008. Malgrado il lieve calo della prima parte di quest'anno, in presenza di una maggiore volatilità, i valori di borsa in tutto il mondo restano notevolmente superiori ai minimi degli inizi del 2009. Oltre che dal livello storicamente basso dei tassi ufficiali in tutto il mondo, le quotazioni azionarie sono state favorite anche dalle migliori prospettive per la crescita mondiale. La ripresa su scala internazionale segnala altresì prospettive più favorevoli per l'interscambio mondiale e per la domanda estera nell'area dell'euro. Nonostante questi segnali positivi, permangono incertezze circa le prospettive per la crescita mondiale e la misura in cui la ripresa sia in grado di autosostenersi al venir meno dell'impatto dei fattori temporanei che l'hanno sorretta nel breve periodo (quali il ciclo delle scorte e le misure di stimolo).

Benché le prospettive per l'economia mondiale siano ancora incerte, i rischi per l'attività economica restano sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, il clima

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.

di fiducia potrebbe migliorare più del previsto e sia l'economia mondiale sia l'interscambio con l'estero potrebbero recuperare più intensamente di quanto anticipato dalle proiezioni. Inoltre, gli effetti delle ampie azioni di stimolo macroeconomico in corso e delle altre misure di politica economica adottate potrebbero risultare superiori alle attese. 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 nuove tensioni in alcuni segmenti del mercato finanziario, oltre che di una correzione disordinata degli squilibri globali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari recenti mostrano una perdurante debolezza della crescita di M3 e del credito, confermando la valutazione secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è moderato e le pressioni inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti monetari sono contenute. La crescita complessiva di M3 continua a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, dato il forte impatto frenante della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti. La decelerazione dei prestiti al settore privato continua ad essere ascrivibile principalmente alla contrazione dei prestiti alle società non finanziarie, mentre il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie è rimasto positivo ed è ulteriormente aumentato. Nel complesso, il profilo delle dinamiche settoriali dei prestiti resta coerente con le regolarità storiche data la fase attuale del ciclo economico. Infine, gli andamenti degli ultimi mesi confermano che il settore delle IFM dell'area dell'euro ha continuato a ridurre la propria leva finanziaria, anche se a un ritmo più lento, soprattutto tramite un ridimensionamento delle posizioni tra IFM.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

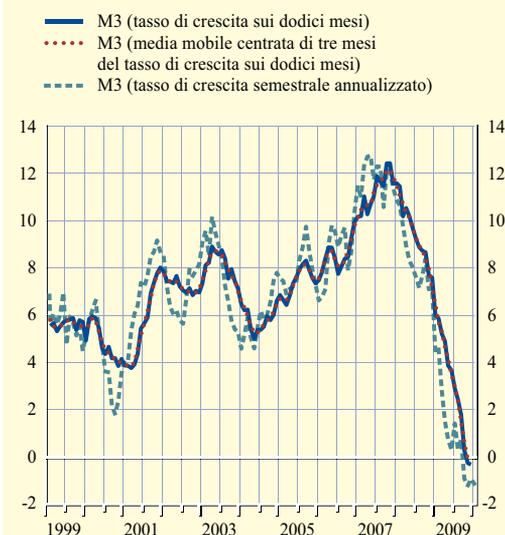
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è divenuto positivo in gennaio, allo 0,1 per cento (dal -0,3 per cento in dicembre e dopo essere stato mediamente pari allo 0,2 per cento nel quarto trimestre del 2009; cfr. figura 6). Questo andamento tuttavia va ricondotto soprattutto a effetti base; in gennaio il flusso mensile e i tassi di crescita a tre e sei mesi espressi in ragione d'anno sono stati negativi.

Alla debolezza dell'espansione monetaria ha continuato a contribuire il forte impatto esercitato dall'inclinazione eccezionalmente pronunciata della curva dei rendimenti, che ha favorito la riallocazione di fondi da M3 verso attività meno liquide e potenzialmente più rischiose. L'impatto dell'inclinazione della curva dei rendimenti ha segnalato che la crescita complessiva dell'aggregato M3 ha continuato a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. Tuttavia, anche il profilo dei tassi di interesse, caratterizzato da modesti differenziali di interesse fra le varie tipologie di depositi a breve termine, ha continuato a favorire una riallocazione delle attività all'interno di M3 a favore dei depositi *overnight* e quindi di M1.

Riguardo alle contropartite di M3, il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato – che rappresentano la maggiore componente del credito bancario totale – è divenuto negativo nel quarto trimestre del 2009, mantenendosi in territorio negativo a gennaio. A livello settoriale, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è aumentato sia nel quarto trimestre che in gennaio, mentre quello relativo ai prestiti alle società non finanziarie è ulteriormente calato, mantenendosi su valori negativi. Finora, il profilo delle dinamiche settoriali dei prestiti

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

rimane coerente con le regolarità storiche relative al ciclo economico, dato che tipicamente la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie rimane moderata per un certo periodo anche dopo che i prestiti alle famiglie e l'economia nel suo complesso hanno raggiunto un punto di svolta.

Le principali attività delle IFM si sono ulteriormente ridotte attorno al volgere dell'anno. Tuttavia, diversamente dalla prima metà del 2009, attualmente il processo di riduzione della leva finanziaria è principalmente riconducibile al ridimensionamento dei prestiti fra IFM (escluso l'Eurosistema).

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La modesta crescita sul periodo corrispondente di M3 attorno al volgere dell'anno ha continuato a celare, da un lato, i contributi fortemente negativi provenienti sia dagli strumenti negoziabili (M3-M2) che dai depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1), e, dall'altro, il forte contributo positivo di M1.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 è aumentato ulteriormente al 12,3 per cento nel quarto trimestre del 2009, dal 12,2 per cento nel trimestre precedente. È poi sceso all'11,5 per cento in gennaio, in parte per via di un effetto base (cfr. tavola 1). Gli andamenti dei flussi mensili indicano che la crescita sui dodici mesi rimane vigorosa.

La marcata accelerazione dei depositi *overnight* sia nel terzo che nel quarto trimestre e – sebbene in misura lievemente minore – nel mese di gennaio sono in linea con l'attuale configurazione dei tassi di interesse, dato che i cali dei tassi di mercato a breve termine hanno condotto su livelli particolarmente bassi il costo opportunità di detenere questo tipo di depositi. Allo stesso tempo, con il graduale ritorno della propensione al rischio, è possibile che i fondi vengano temporaneamente collocati in depositi *overnight*, in attesa di essere investiti in attività più rischiose e con scadenze

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2009 dic.	2010 gen.
<b>M1</b>	<b>48,9</b>	<b>5,4</b>	<b>8,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>	<b>11,5</b>
Banconote e monete in circolazione	8,2	13,6	13,2	12,8	7,5	6,1	6,2
Depositi <i>overnight</i>	40,7	3,8	7,1	12,1	13,3	13,6	12,7
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,3	9,3	3,0	-3,1	-7,7	-9,1	-8,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,8	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-24,3	-22,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,5	4,5	8,6	12,9	15,7	15,1	13,7
<b>M2</b>	<b>88,2</b>	<b>7,3</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,8	-0,7	-2,5	-7,6	-11,4	-11,0	-10,8
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		5,7	8,4	11,5	13,6	11,2	9,1
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,3	1,5	2,7	3,2	3,5	3,2
Credito al settore privato		6,7	4,0	2,1	0,9	0,7	0,1
Prestiti al settore privato		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,1	-0,6
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		6,0	3,5	1,5	0,3	0,2	-0,3
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>

Fonte: BCE.

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

più lunghe nel caso delle famiglie e degli intermediari finanziari non monetari oppure di essere utilizzati per consolidare le riserve di liquidità nel caso delle società non finanziarie.

Il tasso di variazione dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* è sceso ulteriormente, collocandosi al -8,0 per cento in gennaio, dal -7,7 e -3,1 per cento nel quarto e nel terzo trimestre rispettivamente. L'andamento riflette la significativa decelerazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con scadenza predeterminata fino a due anni), mentre i depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto.

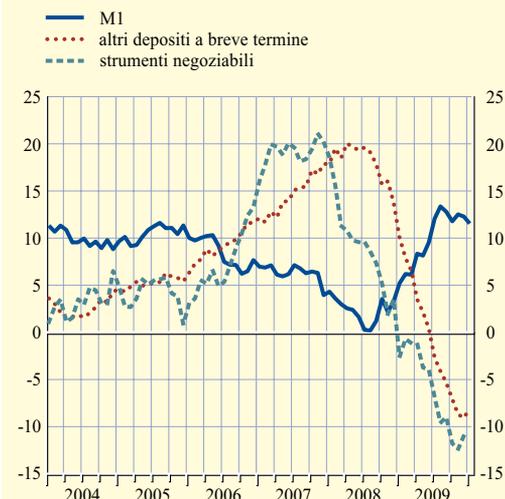
Nel complesso, le dinamiche relative alle diverse tipologie di depositi a breve termine sono coerenti con i corrispondenti tassi di interesse. A riguardo, gli afflussi ripetutamente registrati a favore dei depositi a risparmio a breve termine possono essere spiegati dal fatto che a partire dagli inizi del 2009 questi depositi siano stati maggiormente remunerati rispetto a quelli a termine a breve scadenza.

A gennaio gli strumenti negoziabili inclusi in M3 hanno continuato a flettere in misura marcata, al -10,8 per cento sui dodici mesi, dopo aver registrato tassi di variazione mediamente pari al -11,4 e -7,6 per cento nel quarto e nel terzo trimestre rispettivamente. L'andamento nel quarto trimestre riflette, in particolare, le ulteriori marcate diminuzioni dei tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza fino a due anni e dei contratti pronti contro termine, che sono divenuti ancor più negativi. Al tempo stesso, il tasso di variazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che rappresentano la maggiore componente degli strumenti negoziabili, si è notevolmente ridotto nel quarto trimestre, scendendo ulteriormente in territorio negativo a gennaio. Sono continuate le riallocazioni di fondi a favore di attività finanziarie non comprese in M3, le quali sono divenute più appetibili grazie alla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti e all'ulteriore recupero segnato da numerosi mercati finanziari durante gran parte del periodo in esame (per ulteriori informazioni sugli andamenti degli investimenti finanziari del settore non finanziario, cfr. la sezione 2.2).

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili a livello settoriale, è diminuito all'1,8 per cento nel quarto trimestre, dal 3,6 del trimestre precedente, per poi scendere ulteriormente in gennaio, all'1,2 per cento. I depositi delle famiglie, che forniscono il maggiore contributo alla crescita complessiva dei depositi di M3, hanno continuato a decelerare marcatamente, registrando a gennaio un tasso dell'1,6 per cento, contro il 2,9 del quarto trimestre (cfr. figura 8). Per contro, è proseguita la tendenza al rialzo evidenziata negli ultimi mesi dai depositi di M3 detenuti dalle società non finanziarie, il cui tasso di espansione è salito al 4,3 per cento in gennaio, dal 3,3 e dall'1,1 per cento del quarto e del terzo trimestre rispettivamente.

Figura 7 Principali componenti di M3

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

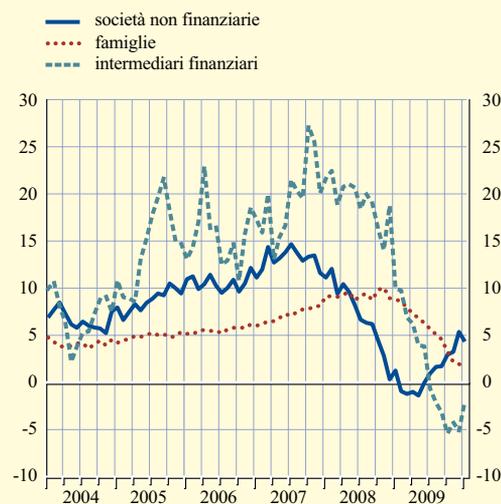


Fonte: BCE.

Gli andamenti dei depositi detenuti dai diversi settori sono in linea con la fase attuale del ciclo economico e con il profilo prevalente dei tassi di interesse. Infatti il minore ritmo di accumulo di depositi delle famiglie (in parte tuttavia compensato dall'aumento del saggio di risparmio dal terzo trimestre del 2008) può essere spiegato sia dal ritardo temporale con cui il reddito delle famiglie segue gli andamenti economici, sia da considerazioni relative alla remunerazione, che hanno determinato riallocazioni di fondi da attività monetarie a strumenti a più lungo termine. L'impatto esercitato dal profilo dei tassi di interesse sulle ricomposizioni a favore di attività maggiormente remunerative è più chiaramente visibile nel caso degli intermediari finanziari non monetari (che includono principalmente AIF), le cui disponibilità monetarie si sono sensibilmente contratte nel quarto trimestre rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente. A gennaio, tuttavia, il tasso di variazione di queste disponibilità ha assunto valori meno negativi grazie all'effetto base connesso con il sensibile deflusso registrato a gennaio del 2009. Sugli andamenti al volgere dell'anno potrebbero aver inciso anche considerazioni di natura contabile. Nel caso delle società non finanziarie, l'aumento delle disponibilità monetarie potrebbe rispecchiare il fatto che nelle prime fasi della ripresa, vi è in genere un miglioramento dei flussi di cassa che vengono quindi utilizzati per ricostituire le riserve di liquidità. Nondimeno, tali aumenti potrebbero altresì riflettere un afflusso di fondi risultante dalla maggiore attività di emissione di titoli registrata negli ultimi mesi.

**Figura 8 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine**

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



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel quarto trimestre del 2009 (al 2,9 per cento dal 3,6 del trimestre precedente), per poi scendere ulteriormente in gennaio all'1,6 per cento (cfr. tavola 1). L'andamento è riconducibile al perdurante rallentamento del credito delle IFM al settore privato, in parte compensato dal marcato aumento del tasso di crescita del credito alle amministrazioni pubbliche (nonostante il calo segnato a gennaio).

Il rafforzamento del tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche (salito al 13,6 per cento nel quarto trimestre dall'11,5 del terzo) è soprattutto ascrivibile ai costanti afflussi nelle consistenze di titoli delle amministrazioni pubbliche detenute dal settore delle IFM. Pur raggiungendo livelli senza precedenti, gli ingenti acquisti di titoli di debito pubblico negli ultimi mesi sono rimasti sostanzialmente in linea con le regolarità storiche relative al ciclo dei tassi di interesse. Un'inclinazione pronunciata della curva dei rendimenti (in virtù della quale i costi di finanziamento impliciti nei tassi a breve termine risultano bassi rispetto al rendimento ottenibile sui titoli di Stato) consente alle IFM di avere rendimenti stabili, senza un sostanziale impatto in termini di oneri patrimoniali o di rischi di credito in presenza di livelli elevati di incertezza riguardo alle prospettive economiche. Questo processo tuttavia pare essersi arrestato negli ultimi mesi, in parte per via delle migliorate alternative di investimento, nonché per i timori

sulla sostenibilità del debito pubblico di taluni paesi. Infatti da novembre le IFM hanno venduto titoli di Stato, invertendo in una certa misura la tendenza ascendente registrata in precedenza dal tasso di crescita del credito alle amministrazioni pubbliche.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato ha continuato a diminuire nel quarto trimestre (portandosi allo 0,9 per cento dal 2,1 del trimestre precedente), per poi ridursi ulteriormente in gennaio allo 0,1 per cento. Anche il tasso di incremento delle consistenze in titoli del settore privato diversi da azioni detenute dalle IFM ha continuato a diminuire, dal 23,9 per cento nel terzo trimestre al 15,7 nel quarto e quindi al 4,6 per cento in gennaio. Tale riduzione può essere almeno in parte ricondotta alla minore attività di cartolarizzazioni trattenute nei bilanci, che aveva raggiunto livelli elevati nella prima metà del 2009. Per contro, il tasso di variazione delle consistenze di azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM è salito al -3,2 per cento nel quarto trimestre, da -7,8 del terzo trimestre, prima di segnare un ulteriore recupero in gennaio, allo 0,5 per cento.

Un'ulteriore flessione ha interessato anche il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (la maggiore componente del credito a tale settore), il quale è diminuito dallo 0,4 per cento del terzo trimestre a -0,6 per cento nel quarto, per poi restare su questo livello a gennaio (cfr. tavola 1). Con la moderazione dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto* negli ultimi mesi, è diminuita la distorsione al ribasso dei prestiti al settore privato risultante dalla rimozione dei prestiti dai bilanci. In effetti, tale distorsione è ammontata a solo 0,3 punti percentuali in gennaio, rispetto a 0,7 e 1,2 punti percentuali in media rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre.

L'ulteriore indebolimento dei prestiti al settore privato nel quarto trimestre e in gennaio è imputabile soprattutto al calo dei prestiti alle società non finanziarie e, in misura minore, di quelli alle istituzioni finanziarie non monetarie; ha invece subito un'inversione di tendenza il precedente rallentamento dei prestiti alle famiglie.

La diminuzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie (al -2,7 per cento in gennaio, dal -1,4 e dall'1,1 per cento rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre) è ascrivibile ai ripetuti deflussi mensili registrati dagli inizi del 2009. Tali deflussi hanno interessato soprattutto i prestiti con scadenza inferiori a cinque anni, mentre per quelli con scadenza superiore a tale soglia i flussi nello stesso periodo sono rimasti positivi, eccetto che in gennaio 2010. È possibile che le dinamiche divergenti fra indebitamento a breve e a lungo termine siano in parte ascrivibili a un ritorno da parte delle imprese verso fonti di finanziamento a più lungo termine beneficiando del loro costo storicamente basso. Ciò risulta peraltro in linea con l'aumento delle emissioni di titoli a più lungo termine, che potrebbe altresì indicare una sostituzione da parte delle imprese (specialmente quelle più grandi) dei prestiti bancari in scadenza con il finanziamento mediante ricorso al mercato (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 per una esposizione più dettagliata degli andamenti dei prestiti e del finanziamento a livello settoriale).

Nel complesso, il profilo delle dinamiche settoriali sembra coerente con le regolarità storiche e con le attuali aspettative sull'attività economica reale. In termini reali, la crescita dei prestiti alle famiglie tende ad anticipare l'espansione del PIL, mentre quella dei prestiti alle società non finanziarie tende a seguirla con un ritardo di alcuni trimestri. Quest'ultimo andamento può essere in parte spiegato dalla tendenza da parte delle imprese, nelle prime fasi di una ripresa economica, a finanziare gli investimenti ricorrendo agli utili non distribuiti. È probabile quindi che l'indebitamento societario resti contenuto per qualche tempo, anche dopo un punto di svolta nell'attività economica. Queste considerazioni valgono in particolare quando un elevato livello di incertezza continua a caratterizzare le prospettive economiche future. Inoltre, nell'attuale ciclo economico, è

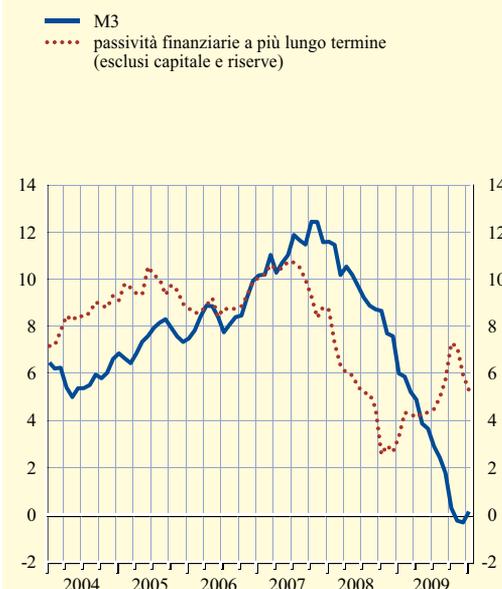
necessario considerare l'impatto di "bad bank" sulla dinamica dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (cfr. riquadro 2).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è aumentato al 6,8 per cento nel quarto trimestre, a fronte del 4,8 per cento nel terzo; è invece diminuito in gennaio, al 5,3 per cento (cfr. figura 9). In particolare, i depositi a più lungo termine (depositi con durata prestabilita superiore a due anni e depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi) hanno beneficiato della pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, attirando una parte dei fondi defluiti negli ultimi trimestri dai depositi a termine a breve scadenza. Il tasso di variazione sul periodo precedente di questi depositi a breve termine ha registrato un calo significativo a gennaio, ma l'andamento va essenzialmente ricondotto alla notevole contrazione delle consistenze detenute dagli AIF per effetto della minore attività di cartolarizzazione, mentre le famiglie hanno continuato ad accumulare depositi a lungo termine date le condizioni di remunerazione relativamente favorevoli offerte da questi ultimi.

Nel contempo, il tasso di crescita dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni è aumentato ulteriormente in gennaio al 3,8 per cento, contro il 3,1 e lo 0,4 per cento rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre. Questo andamento contrasta con le dinamiche dei titoli di debito a breve termine. Infine, l'afflusso annuale delle attività nette sull'estero delle IFM si è ridotto a 105 miliardi di euro nel quarto trimestre, da 150 miliardi nel trimestre precedente. In gennaio, a seguito di un ingente afflusso netto mensile (risultante da una contrazione delle passività sull'estero assai più marcata di quella delle attività), l'afflusso annuale per questa posizione è salito a 233 miliardi di euro (cfr. figura 10).

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

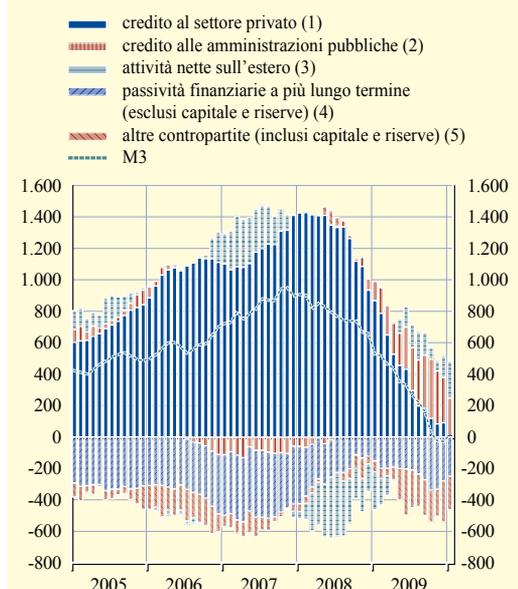
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**Figura 10 Contropartite di M3**

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



Fonte: BCE.

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

## Riquadro 2

## L'IMPATTO DELLE "BAD BANK" SULLE STATISTICHE RELATIVE AI BILANCI DELLE IFM

La crisi finanziaria ha spinto i governi europei ad attuare una serie di misure per assicurare che le istituzioni finanziarie fossero in grado di svolgere il ruolo essenziale di fornire finanziamenti all'economia. In alcuni paesi dell'area dell'euro, le misure attuate per allentare la pressione sui bilanci bancari e ridurre l'incertezza relativa alle attività detenute comprendono l'emanazione di norme volte a consentire la creazione di "bad bank". In senso lato, le "bad bank" sono schemi appositamente istituiti e sostenuti dai governi per agevolare la rimozione dai bilanci bancari di attività soggette a rischio di drastica svalutazione o particolarmente difficili da valutare. Schemi di questo tipo sono stati utilizzati, ad esempio, per facilitare la soluzione delle crisi finanziarie in Finlandia e Svezia a metà degli anni '90. Diverse strutture possono essere create per conseguire questo obiettivo, rendendo ardua una classificazione precisa delle diverse tipologie di "bad bank". Il presente riquadro è basato sui programmi già annunciati per Irlanda e Germania<sup>1)</sup> e offre una descrizione stilizzata delle implicazioni che questi schemi hanno per le statistiche sui bilanci delle IFM, distinguendo il trasferimento dei prestiti da quello di altre attività, in particolare titoli.

## Principali questioni statistiche

La creazione di "bad bank" solleva il problema della loro classificazione statistica e del trattamento dei trasferimenti di attività a essi associati nelle statistiche sui bilanci delle IFM, in relazione sia alle consistenze sia alle transazioni (flussi). Le statistiche dell'Eurosistema consentono un monitoraggio e una quantificazione dettagliati dell'impatto che queste operazioni hanno su M3 e sulle sue contropartite<sup>2)</sup>. Se si considerano le tipologie di "bad bank" annunciate finora, questi soggetti non riceverebbero depositi e quindi non farebbero parte del settore creatore di moneta (il settore delle IFM) ma sarebbero invece classificati come appartenenti al settore detentore di moneta (sarebbero cioè considerati come intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF) o come parte delle amministrazioni pubbliche)<sup>3)</sup>.

## Schemi che comportano il trasferimento di prestiti

Il trasferimento di prestiti avverrà, in teoria, nella forma di una vendita, da parte di una banca, di una parte del suo portafoglio prestiti a una società veicolo, analogamente a quanto accade in un'operazione di cartolarizzazione tradizionale. Questa transazione sarà registrata nelle statistiche sui bilanci delle IFM come una riduzione sia delle consistenze sia del flusso di prestiti al settore di controparte interessato (cfr. figura A)<sup>4)</sup>. I prestiti saranno, in genere, trasferiti per un importo inferiore a quello riportato nel bilancio dell'ente creditizio che li ha originati, comportando quindi una svalutazione in connessione con la vendita. Dal momento che le svalutazioni non sono

- 1) Per informazioni dettagliate sul programma in Irlanda, cfr. [www.nama.ie](http://www.nama.ie). Per raggugli sullo schema utilizzato in Germania, cfr. il riquadro *The German government's "bad bank" model* nel numero di maggio 2009 del rapporto mensile della Deutsche Bundesbank.
- 2) Questo risultato è stato decisamente facilitato dall'entrata in vigore del regolamento aggiornato della BCE relativo al bilancio del settore delle istituzioni finanziarie monetarie (BCE/2008/32) e del nuovo regolamento della BCE riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione (BCE/2008/30).
- 3) Qualora dovessero essere classificati come appartenenti al settore delle amministrazioni centrali, questi soggetti sarebbero neutrali in termini monetari.
- 4) Cfr. il riquadro *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino nonché il riquadro *L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 sempre di questo Bollettino.

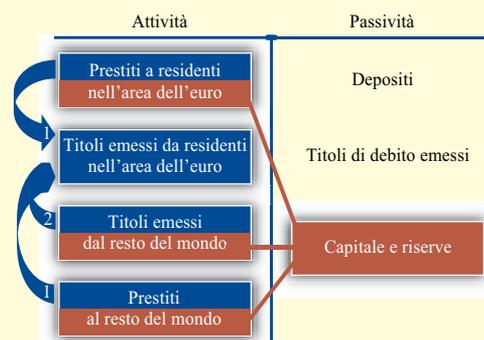
considerate transazioni finanziarie, ciò determinerà una flessione del volume dei prestiti in essere delle IFM superiore al flusso registrato. Del pari, l'impatto di queste svalutazioni avrà solitamente un corrispettivo in un calo delle consistenze di capitale e riserve, come illustrato dalle linee rosse nella figura A<sup>5)</sup>. Pertanto, il trasferimento delle attività anticiperà le perdite sulle stesse e quindi favorirà la trasparenza per quanto concerne la posizione patrimoniale degli enti creditizi.

Il corrispettivo che riceverà l'ente creditizio in cambio del portafoglio trasferito consisterà con ogni probabilità in titoli di debito emessi dalla "bad bank" con garanzia governativa, come illustrano nella figura A le frecce blu contrassegnate dal numero "1". A seconda della classificazione settoriale della "bad bank" e delle condizioni concordate per il trasferimento delle attività, i titoli ottenuti faranno aumentare le consistenze di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche o dal settore degli AIF detenute dalle IFM.

Sebbene queste operazioni comportino la riduzione del portafoglio prestiti degli enti creditizi, esse non modificano il finanziamento ottenuto dai settori diversi dalle IFM. Di conseguenza, potrebbe risultare necessario, a fini analitici, trattare l'impatto di queste transazioni in modo analogo a quanto si fa con le correzioni in occasione della cancellazione dei prestiti dai bilanci (c.d. *derecognition*, vale a dire la cancellazione di prestiti dal bilancio delle IFM a seguito della loro vendita o cartolarizzazione), regolarmente pubblicate come parte delle statistiche monetarie dell'Eurosistema. Le informazioni attualmente disponibili sugli schemi di "bad bank" finora annunciati suggeriscono un impatto sui prestiti al settore delle imprese. Al momento, si prevede che per metà 2010 il tasso di crescita annuale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie dell'area dell'euro si collochi su un livello inferiore di circa tre quarti di punto percentuale rispetto a quello che risulterebbe senza queste operazioni. La figura B illustra l'impatto che ci si potrebbe attendere, dalla dismissione dei prestiti a favore delle "bad bank", sulla crescita dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro.

In prospettiva, nel valutare l'andamento del credito occorre prendere in considerazione l'impatto statistico che le operazioni effettuate con le "bad bank" esercitano sul tasso di crescita annuale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie dell'area dell'euro. Per esempio, questo impatto potrebbe ritardare il punto di svolta del tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie<sup>6)</sup>, complicando il confronto della dinamica dei prestiti con l'esperienza storica. Allo stesso tempo, gli schemi di "bad bank" possono avere un impatto economico positivo sul tasso di crescita dei

Figura A Schema sintetico del bilancio delle IFM e delle posizioni interessate dal trasferimento di attività alle "bad bank"



Fonte: BCE.

Note: le sezioni evidenziate in blu indicano la parte di trasferimento di attività rilevata nelle transazioni. Le sezioni in rosso corrispondono alle svalutazioni effettuate al momento del trasferimento di attività. Sebbene anche il conferimento di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro possa comportare una cancellazione, questa non viene riportata per motivi di chiarezza nella presentazione. Vengono contraddistinte con il numero 1 le posizioni attive interessate dal trasferimento di prestiti, mentre con il numero 2 le posizioni attive interessate dal conferimento di altre attività.

5) Alternativamente l'impatto della svalutazione può essere iscritto nelle "Altre passività", a seconda degli standard contabili dello Stato membro interessato.

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

prestiti dal momento che la loro attuazione allenta le pressioni patrimoniali. Questo impatto positivo non può, tuttavia, essere quantificato.

### Schemi che comportano il trasferimento di categorie di attività più ampie

Alle “*bad bank*” potrebbero essere trasferite anche attività, diverse dai prestiti, che siano a rischio di grave deterioramento (o che siano risultate estremamente difficili da valutare in modo affidabile a seguito della crisi finanziaria)<sup>7)</sup>. Le attività che hanno maggiori probabilità di essere trasferite (come le asset-backed securities e i titoli di debito garantiti) sono in genere iscritte nel bilancio delle IFM o come titoli emessi da residenti nell’area dell’euro o come titoli emessi nel resto del mondo (in quest’ultimo caso sarebbe interessata la posizione netta sull’estero delle IFM). Tali trasferimenti tenderebbero, come nel caso dei prestiti, a diminuire le consistenze di questi titoli e a ridurre i volumi delle transazioni relative. Anche in questa circostanza il corrispettivo per l’ente creditizio consisterebbe probabilmente in titoli di debito emessi dalla “*bad bank*” con garanzia governativa, come indicato nella figura A dalla freccia blu contrassegnata dal numero “2”.

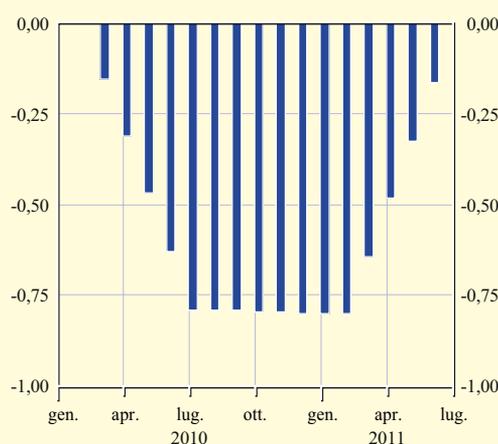
### Conclusioni

Si prevede che l’introduzione di schemi di “*bad bank*” in vari paesi dell’area dell’euro incida sulle statistiche relative ai bilanci delle IFM e su alcune delle contropartite di M3, ricavate da queste statistiche. A seconda dei tempi per l’approvazione e l’attuazione degli schemi in questione, l’impatto di tali misure potrebbe iniziare a essere osservato nelle statistiche monetarie dell’area dell’euro relative a marzo 2010, per poi aumentare nel corso dell’anno. Questi effetti diretti vanno presi in considerazione nel valutare la dinamica del credito, per esempio in relazione al finanziamento erogato dalle banche ai vari settori. Le statistiche raccolte nell’Eurosistema consentiranno di valutare l’impatto di queste misure e di procedere alla correzione, per fini analitici, dei dati monetari che ne siano influenzati.

7) In alcuni Stati membri gli enti creditizi possono avere la possibilità di cedere intere aree di attività. Le implicazioni di tale scelta per il bilancio delle IFM vanno valutate caso per caso.

**Figura B** Impatto del trasferimento di attività a “*bad bank*” sul tasso di crescita annuale dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie dell’area dell’euro

(punti percentuali)



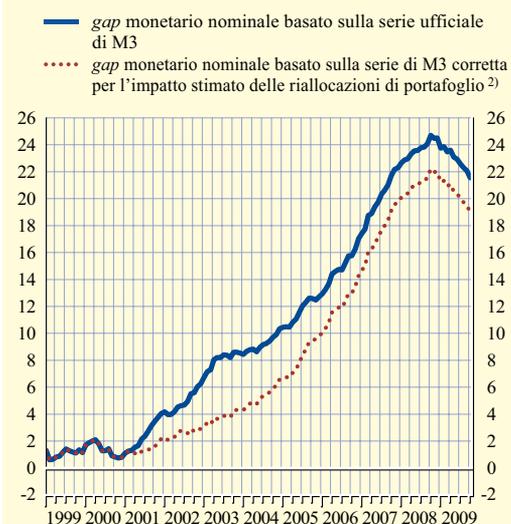
Fonte: stime della BCE.

## VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL’AREA DELL’EURO

Le misure dei gap monetari nominale e reale si sono ulteriormente ridotti nel quarto trimestre del 2009 e a gennaio 2010 (cfr. figure 11 e 12). Queste misure delle condizioni di liquidità monetaria nell’area dell’euro vanno interpretate con cautela poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, soggetta sempre ad incertezza, soprattutto nella fase attuale a seguito della crisi finanziaria. Di fatto, le differenze tra le varie misure dei gap monetari possono essere considerate come un’indicazione della considerevole incertezza che in questo frangente caratterizza

**Figura 11 Stime del *gap* monetario nominale<sup>1)</sup>**

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



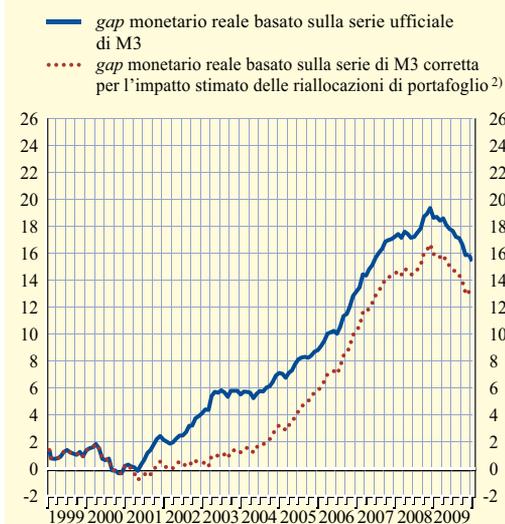
Fonte: BCE.

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

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

**Figura 12 Stime del *gap* monetario reale<sup>1)</sup>**

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



Fonte: BCE.

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

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

la valutazione delle condizioni di liquidità nell'area dell'euro. Nonostante questi motivi di cautela, tali misure mettono chiaramente in evidenza un accumulo di liquidità negli ultimi anni, che non sembra essere stato completamente riassorbito dalla crescita contenuta di M3 dalla fine del 2008.

In sintesi, la perdurante debolezza dell'espansione di M3 e del credito attorno al volgere dell'anno suffraga la valutazione secondo la quale il ritmo della crescita monetaria di fondo è moderata e le pressioni inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti monetari sono contenute. Al tempo stesso, la crescita complessiva di M3 continua a sottostimare il ritmo di espansione monetaria di fondo a causa del forte impatto frenante esercitato dalla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Nel terzo trimestre del 2009 il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è diminuito, soprattutto per effetto di un ulteriore rallentamento degli investimenti delle società non finanziarie. L'afflusso annuale di quote e partecipazioni in fondi di investimento è ulteriormente aumentato nel quarto trimestre in linea con la inclinazione positiva della curva dei rendimenti. Gli investimenti finanziari da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione hanno continuato ad accelerare nel terzo trimestre.*

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>
Circolante e depositi	24	7,4	7,1	6,9	7,0	6,0	5,8	6,7	7,0	6,4	5,8
Titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati	6	3,3	2,2	3,1	2,5	2,2	3,3	5,1	3,7	0,9	0,0
<i>di cui:</i> a breve termine	0	16,0	24,5	28,3	25,1	5,3	-9,5	-2,8	-23,2	-25,6	-26,7
a lungo termine	5	2,1	0,0	0,7	0,0	1,8	5,0	6,1	7,3	3,9	3,0
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	29	2,7	3,1	3,7	3,6	3,3	3,1	3,8	4,4	4,7	4,7
<i>di cui:</i> azioni quotate	6	2,1	2,3	3,6	3,8	4,5	4,7	3,9	5,2	5,5	6,8
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	2,9	3,4	3,7	3,5	2,9	2,5	3,7	4,1	4,5	4,0
Quote di fondi comuni	5	0,8	-0,7	-2,9	-5,1	-6,2	-6,4	-7,1	-5,8	-4,9	-2,9
Riserve tecniche di assicurazione	15	6,5	6,0	5,6	5,1	4,6	4,4	3,6	3,4	3,5	3,7
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	20	9,2	9,7	9,0	7,5	6,4	5,0	4,7	1,8	2,8	2,3
M3 <sup>3)</sup>		11,0	11,5	11,6	10,2	9,7	8,7	7,6	5,2	3,7	1,8

Fonte: BCE.

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

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

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

## SETTORI NON FINANZIARI

Nel terzo trimestre del 2009 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati dei conti dell'area dell'euro), gli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari sono cresciuti del 3,6 per cento sul periodo corrispondente dell'anno precedente, in lieve calo rispetto al 3,8 per cento del trimestre precedente (cfr. tavola 2). Ciò è ascrivibile, in particolare, alla diminuzione dei contributi forniti dagli investimenti in circolante e depositi e da quelli in "altri" strumenti finanziari (che comprendono prodotti come prestiti intersocietari e crediti commerciali), nonché dai minori apporti provenienti dai titoli di debito e dalle azioni e altre partecipazioni. Le quote di fondi comuni hanno fornito un contributo meno negativo, mentre l'apporto delle riserve tecniche di assicurazione è divenuto lievemente più positivo.

In termini di scomposizione per settori, la decelerazione degli investimenti finanziari complessivi va imputata soprattutto alla perdurante diminuzione del contributo fornito dalle società non finanziarie (cfr. figura 13). L'apporto delle amministrazioni pubbliche è diminuito lievemente, dopo aver raggiunto un massimo storico nel trimestre precedente. Nel terzo trimestre il contributo delle famiglie è stato l'unico a registrare un incremento, sospinto dal recupero degli investimenti in azioni e altre partecipazioni e da un aumento di quelli in riserve tecniche di assicurazione (per ulteriori informazioni sull'andamento degli investimenti finanziari del settore privato non finanziario, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7) <sup>1)</sup>.

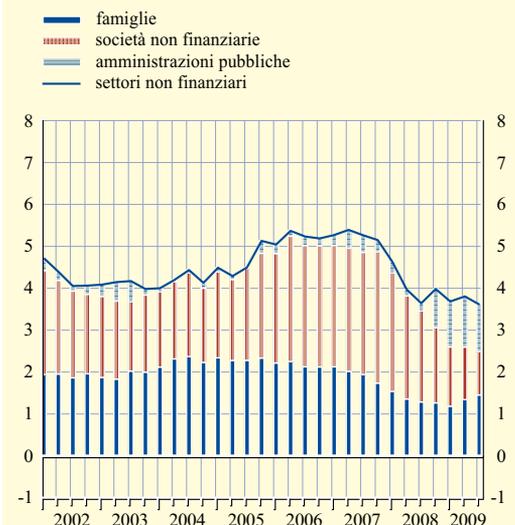
## INVESTITORI ISTITUZIONALI

Le nuove statistiche armonizzate sui fondi di investimento dell'area dell'euro indicano che nel corso del 2009 gli afflussi di quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni

1) Una disamina completa degli andamenti economici e finanziari per settore istituzionale è fornita nel riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2009*, nel numero di febbraio 2010 di questo Bollettino.

**Figura 13 Investimenti finanziari dei settori non finanziari**

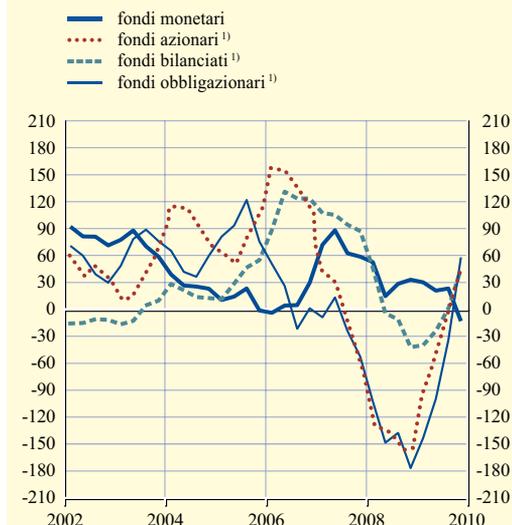
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

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

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.

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

monetari) sono ammontati a 369 miliardi di euro, pari a un tasso di incremento dell'8,5 per cento. Le quote e partecipazioni in fondi di investimento hanno segnato un'accelerazione nel corso dell'anno, traendo vantaggio dalla inclinazione positiva della curva dei rendimenti e dal miglioramento delle condizioni nel mercato finanziario<sup>2)</sup>. Ciò ha promosso riallocazioni di fondi da attività monetarie maggiormente liquide e sicure a strumenti a più lungo termine e presumibilmente più rischiosi.

La scomposizione di questi fondi per politica di investimento indica che la crescita ha interessato quasi interamente fondi azionari e obbligazionari, mentre è stata più contenuta per i fondi misti. I dati forniti dall'EFAMA<sup>3)</sup> sulle vendite nette di varie tipologie di fondi nel quarto trimestre confermano gli andamenti positivi in termini di flussi annui segnalati dalle statistiche armonizzate dell'area dell'euro. In una prospettiva di più lungo termine, i dati mostrano che, tranne che per quelli del mercato monetario, i flussi netti annuali hanno assunto valori positivi per tutte le tipologie di fondi di investimento dopo aver registrato afflussi per tre trimestri consecutivi (cfr. figura 14). Per contro, le statistiche della BCE indicano, in linea con il profilo della curva dei rendimenti, che vi sono stati deflussi nei fondi del mercato monetario, il cui tasso di variazione sul periodo corrispondente è divenuto negativo nel quarto trimestre attestandosi al -3,6 per cento.

Riguardo alle dinamiche trimestrali, gli afflussi di quote e partecipazioni in fondi di investimento hanno totalizzato 112 miliardi di euro nel quarto trimestre, che rappresentano circa la metà della va-

2) Tali afflussi includono i consistenti acquisti di quote effettuati da due fondi pensione olandesi, per un ammontare di circa 70 miliardi in giugno del 2009 e superiore a 97 miliardi a luglio del 2009.

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

riazione delle corrispondenti consistenze in essere (sulla base di dati non destagionalizzati). Ciò indica notevoli effetti di valutazione positivi, risultati particolarmente marcati nel caso dei fondi azionari, ma evidenti anche per quanto riguarda i fondi obbligazionari e quelli misti.

Nel terzo trimestre, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione è salito al 3,6 per cento, dal 3,1 del trimestre precedente (cfr. figura 15). L'andamento va ascritto ai maggiori contributi forniti dalle quote di fondi comuni e dai titoli di debito, mentre gli apporti di tutti gli altri strumenti sono diminuiti rispetto al trimestre precedente. Il contributo positivo proveniente dalle quote di fondi comuni e quello negativo fornito dalle azioni quotate hanno tradotto una riallocazione di fondi fra queste due forme di investimento, che ha implicato uno spostamento dall'investimento diretto in titoli all'investimento indiretto tramite fondi comuni.

Il fatto che la crescita degli investimenti finanziari complessivi risulti piuttosto modesta rispetto ai valori storici (periodo dal 1999) è imputabile al minore tasso di crescita delle riserve tecniche di assicurazione dal lato del passivo di bilancio. Al riguardo, è utile notare tuttavia che i flussi annuali in riserve tecniche di assicurazione del settore detentore di moneta hanno fatto registrare un lieve aumento nel terzo trimestre, dopo essersi stabilizzati nei due trimestri precedenti.

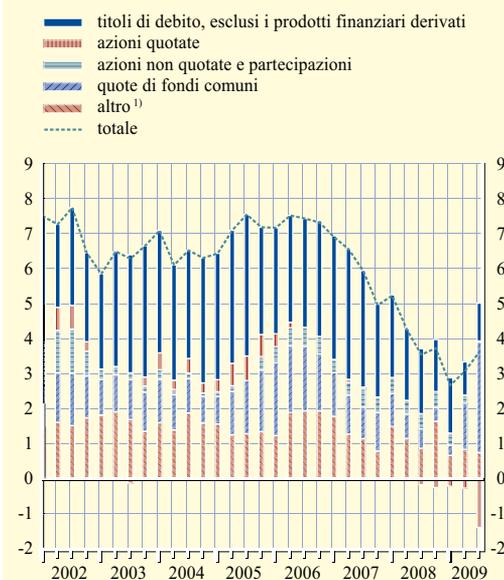
### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Negli ultimi tre mesi i tassi del mercato monetario hanno continuato a ridursi su tutte le scadenze, sia per i depositi privi di garanzia sia per quelli garantiti. Come nei tre mesi precedenti, il ritmo della flessione è stato molto contenuto. I differenziali fra i tassi sui depositi garantiti e non garantiti sono ulteriormente diminuiti negli ultimi tre mesi, ma rimangono su livelli elevati rispetto a quelli prevalenti prima dello scoppio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'agosto 2007.*

Negli ultimi tre mesi i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi non garantiti sono ulteriormente calati su tutte le scadenze, con un ritmo sostanzialmente analogo a quello osservato nel periodo settembre-novembre 2009. Tali andamenti rispecchiano l'ulteriore allentamento delle tensioni nei mercati monetari nel contesto delle misure di maggior sostegno al credito adottate dalla BCE. Il 3 marzo 2010 i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,41, 0,66, 0,96 e 1,21 per cento – ossia 7, 6, 4 e 3 punti base al di sotto dei livelli del 3 dicembre 2009. Nel complesso il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato di 4 punti base in tale periodo, portandosi a 80 punti base il 3 marzo (cfr. figura 16).

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

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



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

I differenziali fra i tassi Euribor sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti (come l'Eurepo o i tassi ricavati dall'Eonia Swap Index) sono ulteriormente diminuiti in tale periodo, sebbene a un ritmo più contenuto rispetto a quello registrato in precedenza. Per la scadenza a tre mesi, il differenziale si situava il 3 marzo a 29 punti base, con un calo di 3 punti base rispetto al livello del 3 dicembre. Nel complesso, nonostante la continua flessione dai massimi registrati nel settembre 2008, questi differenziali restano relativamente ampi rispetto ai valori osservati prima dell'inizio delle turbolenze finanziarie nell'agosto 2007 (cfr. figura 17).

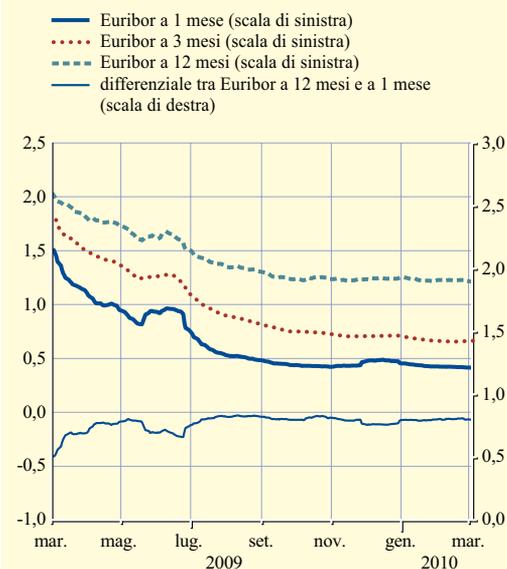
Il 3 marzo i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in giugno, settembre e dicembre 2010 si collocavano rispettivamente allo 0,78, 0,96 e 1,16 per cento, in calo di 39, 54 e 63 punti base rispetto al 3 dicembre (cfr. figura 18). Negli ultimi tre mesi sono diminuite anche le volatilità implicite a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi ricavate dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi (cfr. figura 19).

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, l'Eonia è stato relativamente stabile negli ultimi tre mesi (di fatto è stato stabile sin dal 24 giugno 2009), collocandosi meno di 10 punti base al di sopra del tasso sui depositi presso la banca centrale, con rari picchi legati a operazioni di assorbimento della liquidità nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Il 3 marzo l'Eonia era pari allo 0,319 per cento (cfr. figura 20). Questi andamenti rispecchiano l'ampio quantitativo di liquidità in eccesso presente nell'area dell'euro, in particolare dopo le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a un anno condotte dall'Eurosistema. L'abbondante liquidità nell'area dell'euro è al momento in parte assorbita da un considerevole ricorso giornaliero ai depositi presso la banca centrale.

La BCE ha continuato a fornire ai mercati monetari ampio sostegno tramite diverse operazioni di immissione di liquidità con varie scadenze. Dopo le operazioni a un anno del 24 giugno e del

**Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario**

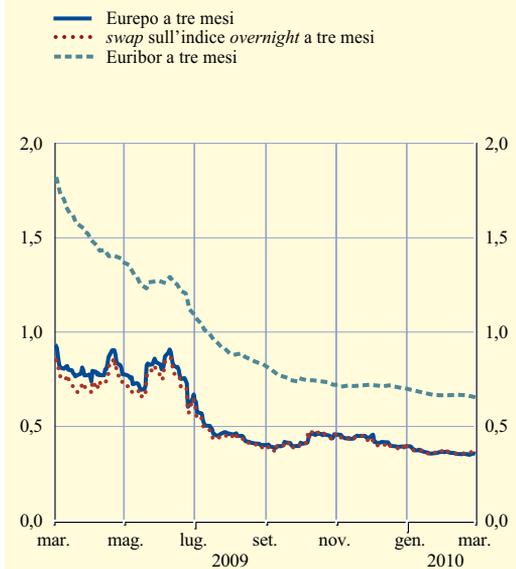
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

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

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

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

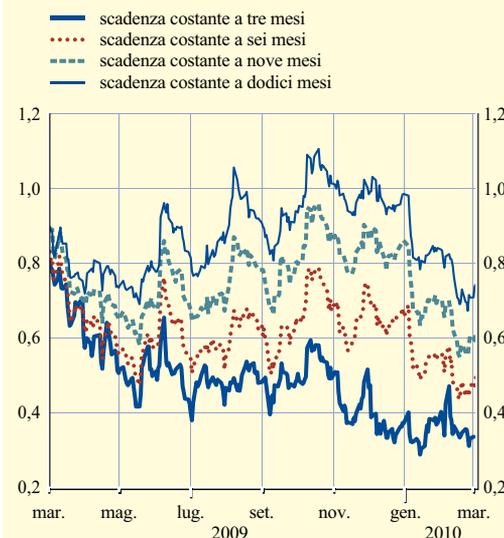
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

**Figura 19 Volatilità implicite a scadenze costanti derivate dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi**

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

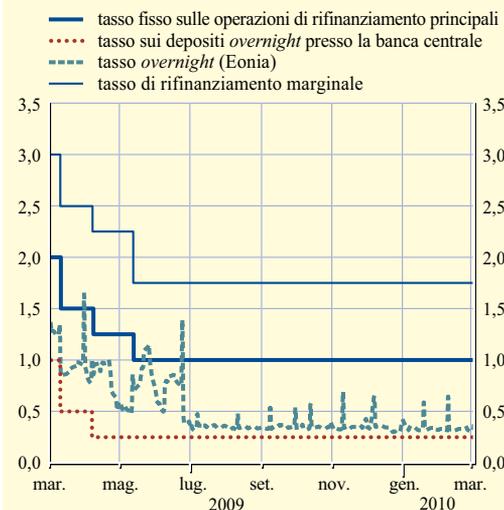


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità è ottenuta in due fasi. Innanzitutto, le volatilità implicite derivate dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi vengono convertite in termini di logaritmi dei prezzi invece che di logaritmi dei rendimenti. Successivamente, le volatilità implicite così ottenute, che hanno data di scadenza costante, vengono trasformate in volatilità con termine di scadenza costante.

30 settembre 2009, l'Eurosistema ha condotto la sua ultima operazione a un anno il 16 dicembre 2009, assegnando 96,9 miliardi di euro. Tale ammontare ha superato i 75,2 miliardi di euro della seconda operazione a un anno condotta il 30 settembre, ma è stato significativamente inferiore ai 442,2 miliardi di euro della prima operazione condotta il 24 giugno. Il periodo in esame ha anche visto l'Eurosistema continuare a fornire liquidità in operazioni con scadenze a una settimana, un periodo di mantenimento, tre mesi e sei mesi. Le operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema sono state condotte con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, ad eccezione dell'ultima operazione a un anno che è stata condotta con una procedura d'asta con piena aggiudicazione degli importi e tasso fissato alla media del tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali lungo la vita dell'operazione. Inoltre l'Eurosistema ha proseguito il suo programma di acquisto di *covered bond*: il 3 marzo il valore

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

totale degli acquisti ha raggiunto 38,7 miliardi di euro, a fronte dei 60 miliardi di euro di acquisti di obbligazioni previsti entro la fine di giugno 2010.

In dicembre l'Eurosistema ha annunciato che sarebbero state gradualmente ritirate le misure eccezionali non più necessarie, visti i miglioramenti osservati sui mercati finanziari, al fine di evitare le distorsioni associate al mantenimento di misure eccezionali troppo a lungo. A tale riguardo, l'Eurosistema ha deciso di condurre un'ORLT finale a dodici mesi il 16 dicembre 2009. Per il periodo 1 gennaio-13 aprile l'Eurosistema ha deciso di sospendere le ORLT supplementari a tre mesi e di condurre un'ultima ORLT a sei mesi il 31 marzo 2010. Inoltre l'Eurosistema, d'intesa con la Banca Nazionale Svizzera, ha deciso di non continuare la conduzione delle sue operazioni di *swap* di immissione di liquidità a una settimana in franchi svizzeri oltre il 31 gennaio 2010. Analogamente, in coordinamento con altre banche centrali, la BCE ha deciso di cessare le proprie operazioni di immissione di liquidità in dollari statunitensi il 31 gennaio 2010.

### Riquadro 3

#### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DALL'11 NOVEMBRE 2009 AL 9 FEBBRAIO 2010

Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE durante i tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 7 dicembre 2009, il 19 gennaio e il 9 febbraio 2010.

In questo arco temporale la BCE ha continuato ad applicare alcune delle misure non convenzionali introdotte a partire dall'ottobre 2008 in risposta all'intensificarsi della crisi finanziaria, incominciando allo stesso tempo a eliminare gradualmente quelle non più necessarie in virtù dei miglioramenti osservati nelle condizioni dei mercati finanziari.

Più specificatamente, il 3 dicembre 2009 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato che:

- 1) avrebbe continuato a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per tutto il tempo necessario e almeno fino al terzo periodo di mantenimento del 2010 che si concluderà il 13 aprile;
- 2) le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale (della durata di un periodo di mantenimento) avrebbero seguito a essere condotte mediante tale procedura d'asta per almeno i primi tre periodi di mantenimento del 2010;
- 3) le operazioni regolari di rifinanziamento con scadenza a tre mesi avrebbero continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi almeno per i primi tre mesi del 2010 (compresa l'operazione di rifinanziamento a tre mesi da regolarsi il 1° aprile);
- 4) all'ultima operazione di rifinanziamento con scadenza a 12 mesi, da aggiudicarsi il 16 dicembre 2009, sarebbe stato applicato il tasso minimo di offerta medio delle ORP nell'arco della sua durata.

Inoltre, le operazioni di mercato aperto sia in franchi svizzeri sia in dollari statunitensi condotte dall'Eurosistema sono state sospese alla fine di gennaio 2010. Il 18 gennaio il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, di concerto con la Banca nazionale svizzera, di sospendere il 31 gennaio le operazioni di *swap* condotte dall'Eurosistema e finalizzate all'immissione di liquidità in franchi svizzeri con scadenza a una settimana in ragione della diminuzione della domanda e del miglio-

ramento delle condizioni nei mercati della raccolta. Di conseguenza, l'ultima operazione di *swap* in franchi svizzeri con scadenza a una settimana è stata aggiudicata il 26 gennaio. Parimenti, il 27 gennaio la BCE ha confermato che le linee temporanee di *swap* con la Federal Reserve si sarebbero concluse il 31 gennaio alla luce del miglioramento riscontrato nel funzionamento dei mercati finanziari nell'anno precedente. In aggiunta, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, di concerto con la Federal Reserve, la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera, di non condurre più operazioni finalizzate all'immissione di liquidità in dollari statunitensi dopo il 31 gennaio. Di conseguenza, l'ultima operazione di *swap* dell'Eurosistema in dollari statunitensi è stata aggiudicata il 25 gennaio.

### Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nei tre periodi di mantenimento in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità delle banche – definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) – è stato pari in media a 585,5 miliardi di euro, in calo di 1,9 miliardi rispetto alla media dei tre periodi precedenti.

In media i fattori autonomi sono aumentati lievemente a 374,4 miliardi di euro, segnando un incremento di 1,9 miliardi di euro rispetto alla media dei tre precedenti periodi di mantenimento (cfr. figura B).

Al contrario, la riserva obbligatoria media è scesa di 3,8 miliardi di euro, collocandosi a 210,0 miliardi di euro.

L'eccedenza giornaliera media delle riserve è stata di 1,28 miliardi di euro nel periodo in esame, contro 0,98 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. figura A).

### Offerta di liquidità

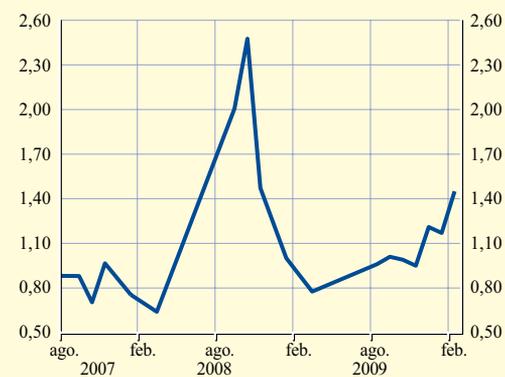
Il volume delle operazioni di rifinanziamento in essere è stato pari in media a 686 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento in rassegna, in lieve aumento dalla media di 683 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti.

Come nei tre periodi di mantenimento precedenti le ORP a una settimana hanno rappresentato solo una quota limitata (pari a circa l'8-10 per cento) dell'importo totale di rifinanziamento in essere. Nei tre periodi di mantenimento in rassegna il volume medio delle ORP settimanali in essere è stato di 58,0 miliardi di euro.

Il volume delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale in essere, pari in media a 3,3 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento in esame, ha evidenziato una significativa diminuzione dalla media di 15,9 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti.

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

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



Fonte: BCE.

Il volume delle ORLT a tre e sei mesi in essere è ulteriormente calato a 42,1 miliardi di euro il 9 febbraio 2010, da 97,6 miliardi di euro dell'11 novembre 2009, poiché alcune di queste operazioni sono giunte a scadenza e non sono state rinnovate oppure lo sono state ma con un importo di aggiudicazione inferiore a quello in scadenza. Il volume medio delle ORLT a tre e sei mesi in essere è stato pari a 56,4 miliardi di euro nel periodo in rassegna. Tuttavia, la flessione di questo importo in essere è stata largamente compensata dall'aggiudicazione di 96,9 miliardi di euro nella terza ORLT a 12 mesi del 16 dicembre 2009.

Nel periodo in esame le banche centrali dell'Eurosistema hanno continuato a effettuare acquisti a titolo definitivo di obbligazioni garantite denominate in euro quale parte del programma di acquisto di obbligazioni garantite. Quest'ultimo, avviato il 6 luglio 2009, è finalizzato all'acquisto di obbligazioni garantite per un valore di 60 miliardi di euro entro la fine di giugno 2010. Gli acquisti di obbligazioni sono stati pari in media a 216 milioni di euro per giorno lavorativo nel periodo in rassegna; il 9 febbraio 2010 il loro valore cumulato complessivo si è portato a 35,4 miliardi di euro (in aumento da 22,7 miliardi di euro dell'11 novembre 2009).

Nel periodo in esame sono stati assorbiti in media 219,4 miliardi di euro nelle tre operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) condotte l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento (cfr. figura B). In confronto, l'assorbimento di liquidità è stato pari in media a 185 miliardi di euro nei tre periodi di mantenimento precedenti. Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale si è situato in media a 0,45 miliardi di euro nel periodo in rassegna (valore superiore di 0,15 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti).

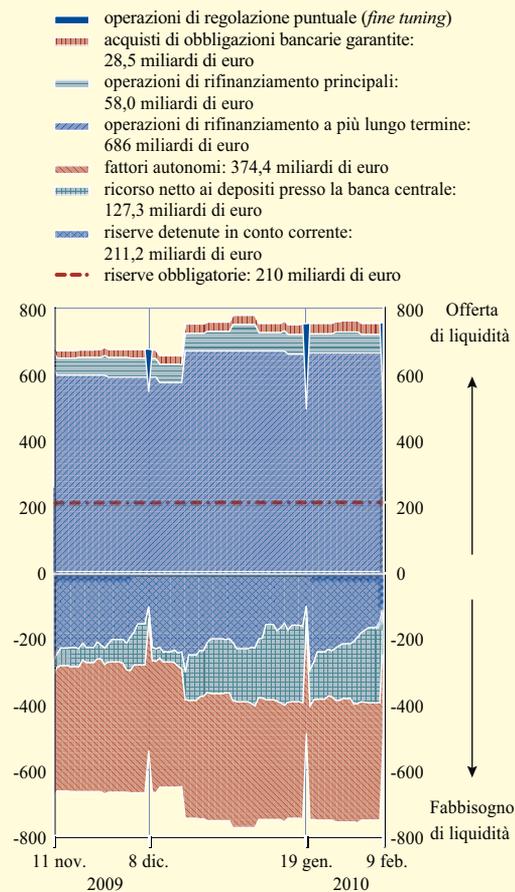
### Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

In seguito all'accresciuta offerta di liquidità e alla sostanziale stabilità del fabbisogno di liquidità del sistema bancario, il ricorso netto medio giornaliero alle operazioni di deposito<sup>1)</sup> è aumentato da 64,0 miliardi di euro<sup>2)</sup> nel periodo di mantenimento terminato l'8 dicembre 2009 a 149,1 miliardi di euro in quello terminato il 19 gennaio 2010 e a 168,1 miliardi di euro in quello terminato il 9 febbraio.

1) Il ricorso netto alle operazioni di deposito corrisponde alla differenza tra il ricorso alle operazioni di deposito e quello alle operazioni di rifinanziamento marginale.  
2) Il ricorso netto medio giornaliero alle operazioni di deposito comprende i fine settimana.

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

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



Fonte: BCE.

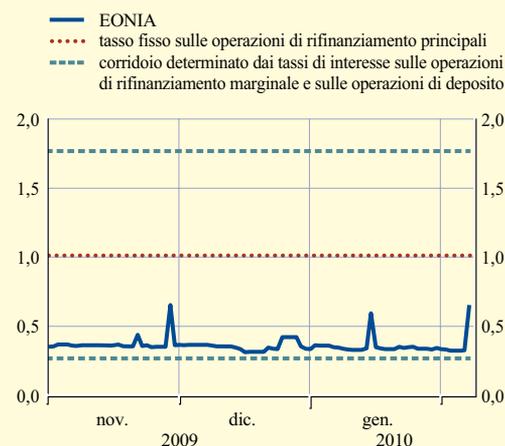
## Tassi di interesse

I tassi di interesse di riferimento della BCE non subiscono variazioni dal 13 maggio 2009: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali rimane all'1 per cento, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,75 per cento e quello sui depositi presso la banca centrale allo 0,25 per cento. In ragione dell'abbondante liquidità nell'area dell'euro, l'Eonia è stato stabile nel periodo in rassegna ed è rimasto prossimo al tasso sui depositi presso la banca centrale collocandosi in media allo 0,352 per cento (cfr. figura C), pressoché invariato dallo 0,358 per cento osservato nei tre periodi di mantenimento precedenti. Nei tre giorni in cui sono state condotte operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) finalizzate all'assorbimento di liquidità (ossia l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento) l'Eonia si è collocato in media allo 0,623 per cento, ovvero su un livello superiore di 30 punti base a quello osservato il giorno precedente.

Nell'arco temporale in rassegna il differenziale tra l'Euribor a tre mesi e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi, che indica il livello del rischio di credito e di liquidità, è sceso a una media di 30 punti base da una di 35 punti base nei tre periodi di mantenimento precedenti, a fronte di una media di 64 punti base nel periodo di mantenimento precedente al fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008. Dopo questo evento il 12 ottobre 2008 tale differenziale aveva toccato un massimo di 186 punti base.

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

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Negli ultimi tre mesi i principali mercati obbligazionari hanno evidenziato andamenti leggermente eterogenei. Rispetto alla fine di novembre 2009, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti, mentre sono aumentati marcatamente negli Stati Uniti determinando un'inclinazione eccezionalmente pronunciata della curva dei rendimenti statunitensi. I tassi di inflazione di pareggio a termine di lungo periodo dell'area dell'euro sono rimasti nel complesso sostanzialmente invariati. I differenziali sul rischio sovrano sono stati molto volatili e sono aumentati in alcuni paesi dell'area dell'euro a causa di preoccupazioni di mercato circa la sostenibilità dei conti pubblici di tali paesi. Nel contempo i differenziali sulle obbligazioni societarie hanno complessivamente registrato un ulteriore lieve calo.*

Tra la fine di novembre e il 3 marzo i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti leggermente nell'area dell'euro, a circa il 3,4 per cento, con solo lievi oscillazioni durante il periodo (cfr. figura 21), mentre sono aumentati marcatamente negli Stati Uniti, portandosi attorno al 3,7 per cento il 3 marzo. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro ha cambiato segno collocandosi a circa 30 punti base il 3 marzo.

L'incertezza degli operatori circa gli andamenti di breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nei principali mercati, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è cambiata solo leggermente da fine novembre. Ciò suggerisce che, malgrado l'accresciuta attenzione rivolta dai commentatori di mercato alla sostenibilità dei conti pubblici in molte economie sviluppate e ai relativi rischi al rialzo per i rendimenti obbligazionari, nel breve periodo gli investitori non si attendono ampie oscillazioni nei principali mercati obbligazionari.

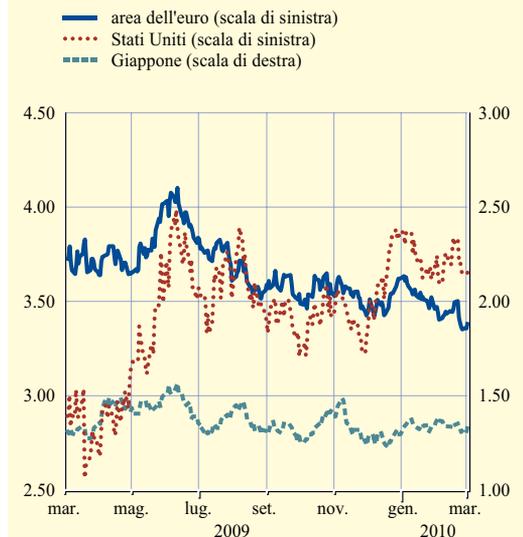
All'inizio del periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati marcatamente negli Stati Uniti, principalmente per effetto di notizie macroeconomiche nel complesso positive, che hanno in generale confermato che è in atto una graduale ripresa dell'economia statunitense. In aggiunta, il pronunciato aumento dell'offerta netta di titoli di Stato statunitensi che dovrà essere assorbita dagli operatori di mercato privati nel 2010

(e oltre) sembra aver esercitato significative pressioni al ribasso sui rendimenti statunitensi a lungo termine nel periodo in esame. Questa pressione legata all'offerta sui rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine è riscontrabile anche nei differenziali fra i tassi *swap* a lungo termine e tali rendimenti, che sono stati negativi e significativamente al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Poiché i rendimenti dei titoli di Stato a breve termine sono rimasti modesti, rispecchiando aspettative di mercato di un tasso sui *federal fund* eccezionalmente basso per un prolungato periodo di tempo, l'aumento dei rendimenti a lungo termine negli ultimi mesi ha provocato un'inclinazione insolitamente accentuata della curva dei rendimenti statunitense. In gennaio e febbraio, tuttavia, notizie macroeconomiche leggermente meno positive, unite a una diminuzione della propensione al rischio per le attività rischiose, hanno determinato un calo dei rendimenti statunitensi a lungo termine. La decisione del Federal Open Market Committee il 18 febbraio di innalzare il tasso di sconto dallo 0,50 allo 0,75 per cento ha avuto un impatto solo modesto sulla curva dei rendimenti.

Comparate con le pronunciate oscillazioni recenti dei rendimenti statunitensi, quelle dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono rimaste in un intervallo significativamente più contenuto nel periodo. Coerentemente con la sostanziale stabilità di questi rendimenti, i dati macroeconomici pubblicati sono stati nel complesso contrastanti e i risultati delle indagini hanno suggerito che gli operatori di mercato hanno modificato solo marginalmente la propria valutazione delle prospettive economiche dell'area dell'euro. A fine gennaio e inizio febbraio, in un contesto di intensificazione delle preoccupazioni di mercato sulla sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro e delle connesse pressioni di mercato, la propensione per le attività rischiose è diminuita, esercitando pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato a più alto *rating*. L'aumento della domanda di attività più sicure e liquide si è riflesso anche in un temporaneo incremento del premio connesso alla liquidità sui prezzi dei titoli di Stato tedeschi.

**Figura 21 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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



Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

Tuttavia, tale incremento ha apportato solo un contributo modesto al sostanziale ampliamento dei differenziali delle obbligazioni sovrane rispetto alla Germania, registrato nel periodo per alcuni paesi dell'area dell'euro.

I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente stabili dalla fine di novembre 2009, per entrambe le indicizzazioni a cinque e a dieci anni (cfr. figura 22). L'evoluzione nel complesso piatta dei rendimenti delle obbligazioni a medio termine indicizzate all'inflazione nel periodo in esame conferma la valutazione secondo cui le attese di mercato sulla crescita economica a medio termine nell'area dell'euro si sono mantenute sostanzialmente invariate nel periodo.

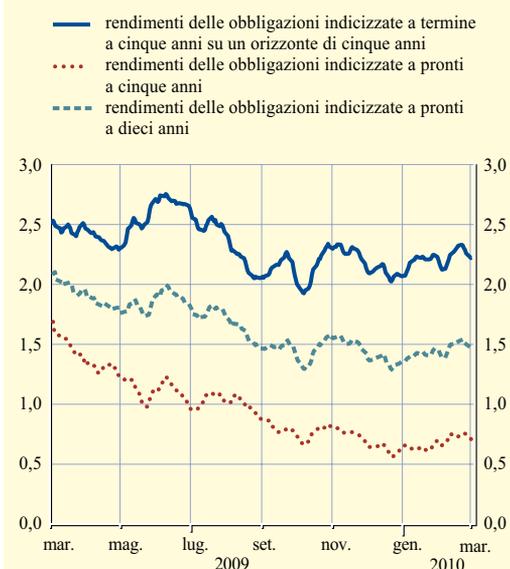
Negli ultimi tre mesi i tassi di inflazione di pareggio a medio e lungo termine nell'area dell'euro hanno continuato a mostrare una certa volatilità. La maggior parte delle oscillazioni può essere ricondotta a fattori tecnici di mercato temporanei che hanno influenzato il mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, in particolare a fine dicembre e inizio gennaio (cfr. figura 23). Alla fine del periodo in esame i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni si collocavano attorno all'1,6 per cento, in calo di circa 20 punti base rispetto alla fine di novembre. Dato che il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni si è ridotto leggermente al 2,2 per cento, il tasso implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale – un indicatore delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato e dei corrispondenti premi per il rischio – è rimasto sostanzialmente invariato al 2,5 per cento il 3 marzo.

Tra la fine di novembre e il 3 marzo la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si è traslata verso il basso sulle scadenze a breve e medio termine (cfr. figura 24). È probabile che ciò abbia riflesso principalmente una revisione al ribasso delle aspettative degli investitori rispetto al profilo futuro dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro, in un contesto di anticipazioni di mercato di un'accelerazione solo modesta dell'attività economica e delle associate dinamiche inflazionistiche.

La tendenza degli ultimi trimestri a un restringimento progressivo dei differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro sembra essersi interrotta. Tra la fine di novembre e metà gennaio i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ulteriormente ristretti in tutte le classi di *rating* e i settori. Tuttavia, in concomitanza con l'incremento dell'incertezza di mercato complessiva osservato da metà gennaio, misurata dalla volatilità implicita dei mercati azionari, si è registrato un nuovo moderato ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie. In una prospettiva leggermente più lunga, i differenziali sulle obbligazioni societarie degli emittenti a più alto *rating* si sono ora ridotti fino a livelli analoghi a quelli precedenti la crisi, mentre gli emittenti a più basso *rating* fronteggiano ancora differenziali significativamente più elevati.

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

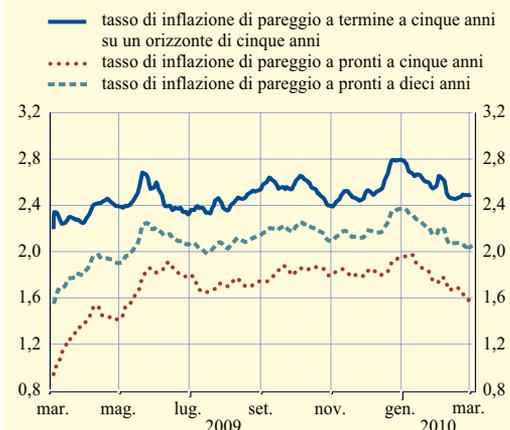
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

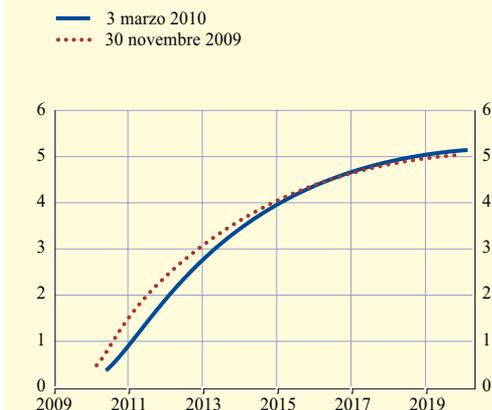
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e *rating* di Fitch Ratings.

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

## 2.5 MERCATI AZIONARI

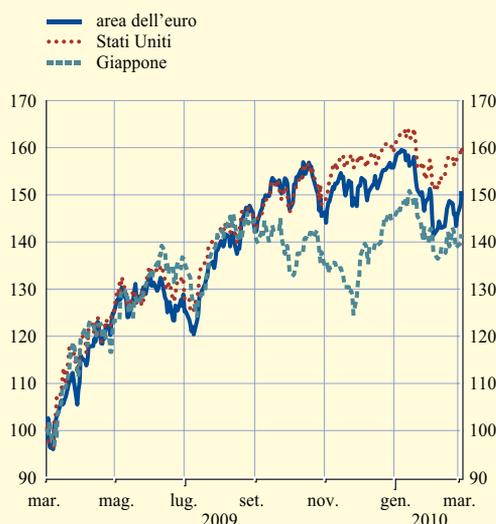
*Nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, le quotazioni azionarie hanno registrato un moderato aumento se confrontate con i livelli di fine novembre. La propensione al rischio degli investitori è diminuita da metà gennaio, a causa soprattutto dell'intensificarsi delle preoccupazioni del mercato sulla sostenibilità dei conti pubblici di diversi paesi. In tale contesto, l'incertezza prevalente nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, è aumentata marcatamente nella seconda metà del periodo in esame. Gli utili societari per azione, sia effettivi che attesi, sono migliorati su entrambe le sponde dell'Atlantico.*

La tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie mondiali, iniziata nel marzo 2009, è proseguita sino a metà gennaio circa. Da allora, i corsi azionari hanno evidenziato una maggiore volatilità e i precedenti guadagni sono stati annullati (cfr. figura 25). Fra la fine di novembre e il 3 marzo, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentate nel complesso del 2,2 per cento. Negli Stati Uniti i corsi azionari, misurati dall'indice Standard and Poor's 500, hanno registrato un analogo aumento del 2,1 per cento. Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono cresciute più marcatamente, del 9,7 per cento, ma tale guadagno ha compensato un calo corrispondente registrato nei mesi precedenti.

Dopo essere diminuita costantemente dai massimi della primavera 2009, l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sulle azioni, ha registrato un sensibile aumento a metà gennaio, per poi ridiscendere ulteriormente nel corso di febbraio (cfr. figura 26). È probabile che l'aumento dell'incertezza a fine gennaio e inizio febbraio abbia rispec-

**Figura 25 Indici dei corsi azionari**

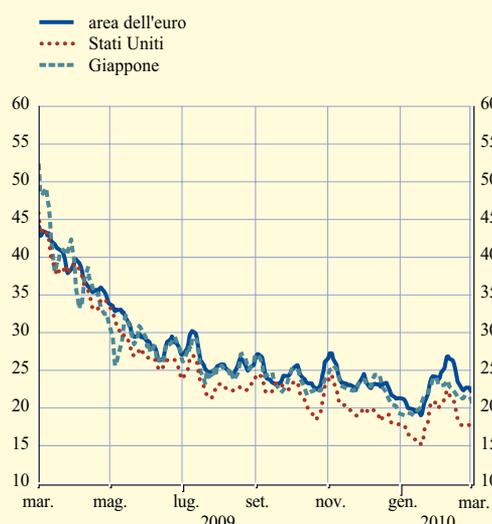
(indice: 1° marzo 2009 = 100; dati giornalieri)



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

**Figura 26 Volatilità implicita  
dei mercati azionari**

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



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

chiato principalmente un calo della propensione al rischio e un associato incremento del premio richiesto per il rischio in un contesto di andamenti volatili dei prezzi delle obbligazioni sovrane in alcuni paesi dell'area dell'euro. La volatilità attesa sugli orizzonti a uno e due anni ha nel complesso registrato un ulteriore lieve calo.

Da fine novembre a metà gennaio, le quotazioni azionarie hanno registrato una ripresa, riflettendo notizie macroeconomiche nel complesso positive e determinando un'ulteriore correzione al rialzo delle aspettative degli investitori circa la crescita economica globale. Nella seconda metà del periodo in esame, il clima prevalente nei mercati azionari è parso sempre più influenzato dalle crescenti preoccupazioni sulla sostenibilità dei conti pubblici di alcuni paesi dell'area dell'euro. Nella stessa area, i titoli delle società finanziarie hanno subito i cali più pronunciati, mentre tra gli altri settori economici gli andamenti delle quotazioni azionarie sono stati contrastanti e privi di una chiara tendenza generale (cfr. tavola 3). Ad esempio, le azioni dei settori della sanità e delle telecomunicazioni, entrambi comparti relativamente difensivi, hanno registrato andamenti opposti. Negli Stati Uniti, il settore finanziario ha riportato risultati decisamente migliori, grazie in generale agli annunci da parte del settore bancario di consistenti utili nel periodo in esame, malgrado le nuove misure regolamentari segnalate dal governo statunitense che, in una fase iniziale, hanno provocato alcune flessioni nei titoli bancari.

Nonostante la recente debolezza delle quotazioni azionarie, sia il graduale miglioramento delle prospettive macroeconomiche globali sia le connesse correzioni al rialzo circa le attese di utili sembrano aver continuato a fornire sostegno alle quotazioni, in particolare nella prima metà del periodo in esame. Per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, il ritmo del deterio-

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

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato</b> (dati di fine periodo)	100,0	8,8	6,4	12,4	7,5	26,0	4,3	12,8	4,7	7,6	9,6
<b>Variazioni dei prezzi</b> (dati di fine periodo)											
2008 4° trimestre	-21,2	-26,0	-7,7	-19,1	-17,8	-35,0	-9,2	-18,5	-22,8	-2,1	-13,5
2009 1° trimestre	-14,0	-13,6	-8,3	-11,5	-5,9	-20,1	-7,4	-14,0	-9,5	-8,8	-21,0
2° trimestre	16,4	19,8	3,3	17,7	9,7	34,2	3,9	18,0	15,8	0,0	9,0
3° trimestre	20,7	21,8	14,9	15,8	7,3	32,4	14,2	26,4	13,6	14,7	14,9
4° trimestre	2,1	15,3	3,3	9,0	6,8	-5,5	7,7	3,8	-3,9	2,0	0,3
gennaio 2010	-4,7	-6,8	0,0	-1,8	-5,3	-7,7	-0,8	-2,9	4,3	-7,1	-6,3
febbraio 2010	-1,9	-0,1	-1,6	-1,9	-2,5	-3,4	0,7	-2,3	-1,2	-0,1	-1,9
30 novembre 2009 - 3 marzo 2010	2,2	6,9	7,9	7,8	2,4	-5,3	10,8	5,8	12,6	-3,5	1,1

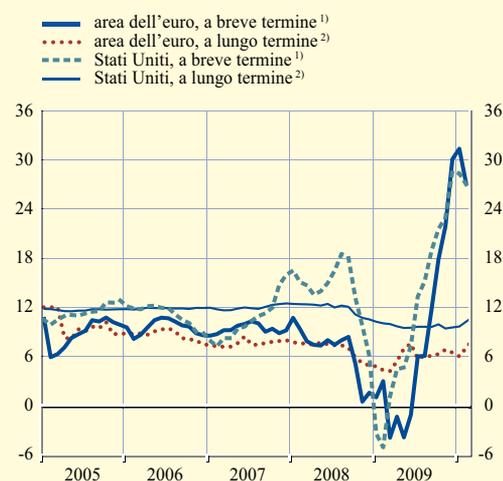
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

ramento sui dodici mesi degli utili realizzati è diminuito marcatamente, con una crescita degli utili per azione realizzati passata dal -40 per cento di novembre al -22 per cento in febbraio. Le attese sulla crescita degli utili per azione nei prossimi 12 mesi sono anch'esse migliorate, collocandosi ad un livello del 27 per cento in febbraio, mentre il miglioramento delle aspettative di utili a più lungo termine è stato solo marginale (cfr. figura 27).

Analoghi miglioramenti sono stati registrati nelle prospettive degli utili societari negli Stati Uniti, calcolati in termini di utili per azione delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500. Tra novembre e febbraio, la crescita effettiva degli utili per azione è migliorata dal -19 al -8 per cento e la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi è passata dal 23 al 27 per cento nello stesso periodo. Le aspettative di utili a più lungo termine per le società statunitensi quotate sono migliorate leggermente.

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

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
 Note: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.  
 1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).  
 2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il costo in termini reali del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è significativamente diminuito fra il settembre 2009 e il gennaio 2010, proseguendo la tendenza iniziata nel quarto trimestre 2008. L'ulteriore riduzione è ascrivibile in particolare ai forti cali del costo del debito di mercato e, in misura minore, al decremento dei tassi sui prestiti bancari e del costo del finanziamento azionario. In tale contesto, le emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie sono rimaste vigorose, mentre la quota del finanziamento bancario si è nuovamente contratta.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

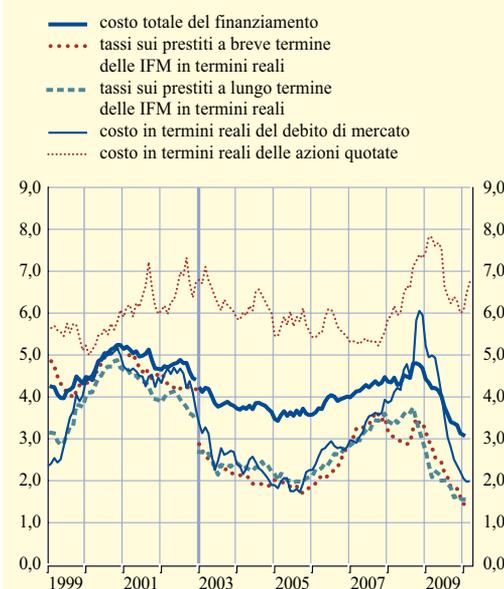
Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è sceso al 3,1 per cento nel dicembre 2009 e nel gennaio 2010, con un calo di 33 punti base rispetto al terzo trimestre 2009 (cfr. figura 28)<sup>1)</sup>.

Nel periodo sono diminuiti in termini reali sia i tassi sui prestiti sia i costi del finanziamento tramite obbligazioni. La riduzione dei tassi di interesse bancari ha continuato a riflettere principalmente la graduale trasmissione delle modifiche dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla clientela al dettaglio da parte delle banche nell'area dell'euro. I tassi di interesse reali a breve termine delle IFM sono calati di 41 punti base, quelli a lungo termine di 27 punti base. Nel contempo, il costo reale del debito di mercato è diminuito di circa 74 punti base, sulla scia delle ulteriori riduzioni dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie e del ritorno della propensione al rischio osservati durante gran parte del periodo. In una prospettiva di più lungo termine, il livello del costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie dell'area dell'euro ha raggiunto il valore più basso dal 1999 per tutte le componenti ad eccezione del capitale di rischio.

Fra il settembre 2009 e il gennaio 2010 gran parte dei tassi di interesse nominali praticati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie ha evidenziato un ulteriore lieve ribasso (cfr. tavola 4). La tendenza calante segnata dai tassi di interesse delle IFM a partire dal novembre 2008 resta in linea con il concomitante calo dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari, dal momento che in circostanze normali l'andamento dei costi del finanziamento a breve termine delle banche è influenzato so-

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

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



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

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

1) In base ai pesi aggiornati, il costo reale del finanziamento esterno si collocava nel settembre 2009 al 3,4 per cento, anziché al 3,1 per cento indicato nel numero di dicembre 2009 di questo Bollettino.

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

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

							Variazione in punti base fino a gennaio 2010 <sup>1)</sup>		
	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 dic.	2010 gen.	2008 ott.	2009 ott.	2009 dic.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,24	5,08	4,55	4,25	4,05	4,05	-284	-13	0
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,38	4,03	3,64	3,36	3,28	3,23	-329	-10	-5
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,32	4,74	4,49	4,16	3,96	3,99	-158	-19	3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,28	2,85	2,57	2,06	2,19	2,03	-356	-11	-16
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,76	3,87	3,71	3,64	3,58	3,65	-143	1	7
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	3,26	1,63	1,22	0,77	0,71	0,68	-444	-6	-3
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,62	1,74	1,68	1,28	1,39	1,51	-176	12	12
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	3,28	3,38	3,53	3,10	3,10	3,23	-63	17	13

Fonte: BCE.

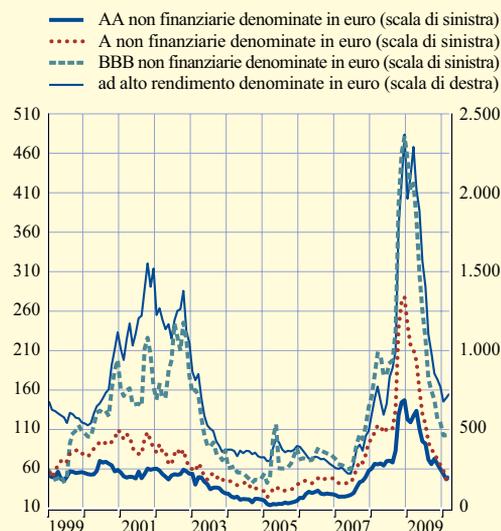
1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

prattutto dalle variazioni dei tassi del mercato monetario a breve termine (Euribor), mentre i tassi sui prestiti bancari a più lungo termine rispecchiano in genere l'evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato. Nel complesso, la trasmissione ai tassi di prestito bancari delle pregresse riduzioni dei saggi di riferimento della BCE dovrebbe essere ora pressoché giunta a termine. La più recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro ha confermato che le banche godono di un accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato e di una situazione di liquidità leggermente migliori, il che ha contribuito all'allentamento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e può aver comportato un abbassamento dei tassi di prestito.

L'ampio decremento del costo reale del debito contratto sul mercato riflette inoltre il restringimento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, misurati come differenza fra i rendimenti delle obbligazioni delle imprese e quelli dei titoli di Stato. Tali differenziali avevano già cominciato ad assottigliarsi agli inizi del 2009. Nel quarto trimestre 2009 e nel gennaio e febbraio 2010 essi sono diminuiti per tutte le categorie di *rating*, riportandosi su livelli analoghi o inferiori a quelli registrati nell'agosto 2008 (ossia poco prima dell'ampliamento generalizzato dei differenziali sulle obbligazioni societarie dovuto all'intensificarsi della crisi). I cali sono stati più pronunciati per i titoli con basso merito di

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

(punti base; medie mensili)



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

credito e, in particolare, per quelle di qualità più scarsa (*speculative grade*). Ad esempio, fra settembre 2009 e febbraio 2010 i differenziali sulle obbligazioni dell'area dell'euro ad elevato rendimento e su quelle con *rating* BBB erano calati rispettivamente di circa 201 e 49 punti base, rimanendo leggermente al di sopra dei livelli pre-crisi, mentre i differenziali sulle obbligazioni AA sono ritornati sui valori osservati prima dell'inizio della crisi (cfr. figura 29). È possibile che questi cali abbiano risentito di fattori quali la riduzione del rischio percepito e dell'avversione al rischio nei mercati. Il riquadro 4 fornisce maggiori informazioni sulla situazione finanziaria e sul fabbisogno finanziario delle imprese sia piccole e medie sia di grandi dimensioni nell'area dell'euro nella seconda metà del 2009.

**Riquadro 4**

**I RISULTATI DELL'INDAGINE SULL'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO NELLA SECONDA METÀ DEL 2009**

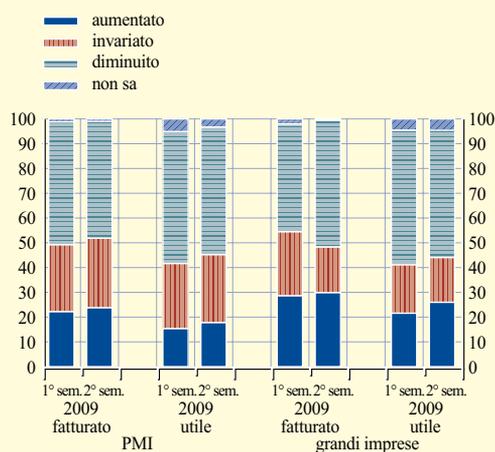
Questo riquadro presenta i risultati della seconda edizione dell'Indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Condotta per conto della BCE fra il 19 novembre e il 18 dicembre del 2009, l'indagine ha riguardato 5.320 imprese nell'area dell'euro<sup>2)</sup>. Essa fornisce riscontri sulla situazione finanziaria, sul fabbisogno di finanziamento e sull'accesso al finanziamento sia delle piccole e medie imprese (PMI) sia, a fini comparativi, delle imprese di grandi dimensioni nell'area dell'euro nella seconda metà del 2009. Trattandosi di un'indagine introdotta solo di recente, occorre cautela nel trarre conclusioni definitive sulla base delle variazioni delle risposte nel tempo.

**La situazione finanziaria delle PMI dell'area dell'euro**

Nella seconda metà del 2009, la situazione debitoria e reddituale delle PMI si è modificata solo in misura marginale. Sul fronte degli utili la percentuale di PMI che ne segnala una diminuzione è scesa al 51 per cento, dal 53 nella prima metà del 2009, mentre sono salite dal 15 al 18 per cento le PMI che ne riportano un aumento (cfr. figura A); su base netta, un peggioramento degli utili è riscontrato dal 34 per cento delle PMI interpellate (contro il 38 per cento nella prima metà dell'anno)<sup>3)</sup>. La dina-

**Figura A Indicatori della situazione finanziaria delle imprese dell'area dell'euro**

(variazione sui 6 mesi precedenti; percentuale di intervistati)



Fonte: indagine della BCE/Commissione europea sull'accesso delle PMI al finanziamento.

1) Per ulteriori informazioni, cfr. ECB, Survey on the access to finance of euro area SMEs: second half of 2009, 16 febbraio 2010, consultabile sul sito Internet della BCE (<http://www.BCE.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). L'indagine è condotta congiuntamente dalla BCE e dalla Commissione europea ogni due anni, nonché, in una versione ridotta, dalla BCE a intervalli semestrali. Ha principalmente lo scopo di fornire una rilevazione degli andamenti relativi ai sei mesi precedenti, che in questo caso corrispondono alla seconda metà del 2009.

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

3) La percentuale netta di imprese che hanno riferito un aumento (calo) è calcolata come la differenza tra la percentuale di "aumenti" ("cali") segnalati e quella di "cali" ("aumenti") segnalati.

mica degli utili è stata lievemente meno negativa per le grandi imprese, delle quali solo il 25 per cento su base netta (33 per cento nella prima metà del 2009) riferisce un calo. In linea con il modesto recupero dell'attività economica nella seconda metà del 2009, è diminuita inoltre leggermente la percentuale di PMI che segnala una contrazione del fatturato (dal 50 al 47 per cento), mentre è aumentata quella che ne indica un aumento (dal 22 al 24 per cento).

Il problema più urgente per le PMI dell'area dell'euro nella seconda metà del 2009 è stato quello di "trovare clienti" (28 per cento rispetto al 27 nella prima metà del 2009), seguito da "accesso al credito" (19 contro 17 per cento). Fra le imprese di grandi dimensioni invece le problematiche maggiormente menzionate sono state "trovare clienti" (24 per cento) e "concorrenza" (23 per cento), mentre "accesso al credito" (12 per cento) è stato segnalato meno spesso come problema più impellente.

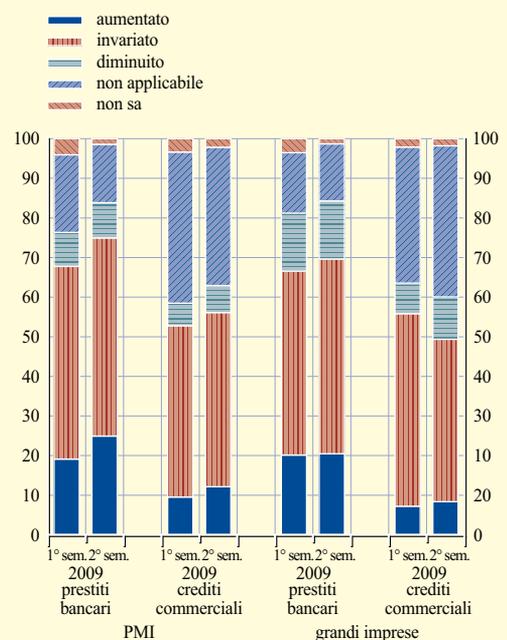
### Il fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI dell'area dell'euro

La metà delle PMI interpellate ha risposto che il proprio fabbisogno di prestiti bancari è rimasto invariato nella seconda metà del 2009, un quarto ha riferito un aumento del fabbisogno di finanziamento bancario, mentre poco meno del 10 per cento ha segnalato una riduzione (cfr. figura B). Su base netta, la quota di PMI, in particolare micro e piccole imprese, che riferisce un aumento del proprio fabbisogno di prestiti bancari è del 16 per cento (contro l'11 per cento nella prima metà del 2009). Per contro, la percentuale netta di grandi imprese che indica un aumento di tale fabbisogno è rimasta sostanzialmente invariata su livelli più bassi (6 per cento rispetto al 5 per cento nella prima metà del 2009). Questa discrepanza fra imprese di dimensioni diverse è riconducibile al maggiore ricorso delle grandi imprese al finanziamento sul mercato, le cui condizioni sono divenute molto più favorevoli nella seconda metà del 2009. Il fabbisogno di crediti commerciali<sup>4)</sup> indicato dalle PMI è rimasto sostanzialmente invariato (in termini netti, il 5 per cento delle PMI ne segnala un aumento, contro il 4 per cento nella prima metà del 2009), mentre il fabbisogno delle imprese di grandi dimensioni è leggermente calato (dallo 0 al -2 per cento).

Per quanto riguarda i fattori che hanno inciso sull'aumento netto del fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI, sono emerse alcune differenze di rilievo a seconda della classe dimensionale dell'impresa. Mentre gli investimen-

**Figura B Fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese dell'area dell'euro**

(variazione sui 6 mesi precedenti; percentuale di intervistati)



Fonte: indagine della BCE/Commissione europea sull'accesso delle PMI al finanziamento.

4) Ai fini dell'indagine, i crediti commerciali sono definiti come acquisti di beni e servizi effettuati da un'impresa presso un'altra impresa senza un contestuale pagamento in contanti.

ti fissi sono stati all'origine dell'accresciuto fabbisogno delle imprese di grandi e medie dimensioni, per le micro e piccole imprese i fattori determinanti sono state le scorte e il capitale circolante.

### Richieste di finanziamento esterno

Nella seconda metà del 2009, la quota di PMI che ha richiesto finanziamenti bancari (sia nuovi sia rinnovi) è stata del 29 per cento, senza variazioni sostanziali rispetto alla prima metà dell'anno. In generale, questa percentuale è cresciuta con le dimensioni dell'impresa. Analogamente, la quota di imprese che non si è rivolta alle banche temendo che la loro richiesta di finanziamento venisse respinta è diminuita in funzione delle dimensioni dell'azienda. Solo il 7 per cento delle PMI non ha richiesto un prestito bancario nella convinzione di vederselo rifiutare, a fronte del 5 per cento nella prima metà del 2009.

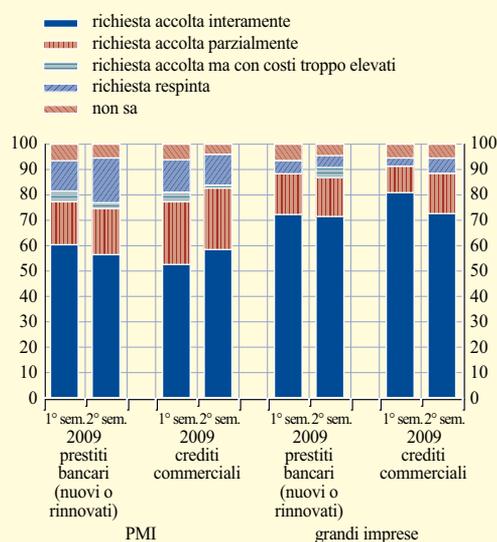
Per quanto riguarda l'esito delle domande di finanziamento esterno, un'ampia maggioranza di PMI (75 per cento contro il 77 nella prima metà del 2009)<sup>5)</sup> dichiara di aver ricevuto l'intero importo richiesto o parte di esso (cfr. figura C). Al tempo stesso, è aumentata la percentuale di prestiti bancari rifiutati alle PMI, salita dal 12 al 18 per cento. Come nella prima metà dell'anno, le imprese di dimensioni e anzianità maggiori (da due a oltre dieci anni di esistenza) hanno ottenuto più facilmente fondi e registrato una quota più bassa di risposte negative. La percentuale di richieste di prestiti bancari soddisfatte interamente o in parte (87 per cento) e quella di prestiti rifiutati (5 per cento) sono rimaste invariate per le grandi imprese. Diversamente da quanto avvenuto per i prestiti bancari, la quota delle domande di crediti commerciali presentate dalle PMI che hanno avuto esito positivo è cresciuta, ma anche in questo caso il tasso di successo è aumentato proporzionalmente alle dimensioni dell'azienda.

### Disponibilità di fonti di finanziamento esterne per le PMI dell'area dell'euro

La valutazione delle imprese di grandi dimensioni riguardo alla disponibilità di prestiti bancari nella seconda metà del 2009 è stata meno negativa rispetto nella prima metà dell'anno (-29 contro -41 per cento su base netta), soprattutto grazie a una diminuzione della quota che ha rilevato un peggioramento. Allo stesso tempo, la percentuale netta di PMI secondo cui la disponibilità di prestiti bancari (sotto forma sia di nuovi prestiti, sia di rinnovi) si è ridotta non mostra variazioni di rilievo rispetto alla prima metà del 2009 (-32 contro -33 per cento), con il 42 per cento delle PMI che segnala un deterioramento della disponibilità di prestiti bancari e il 10 per cento che ne

**Figura C Esito delle richieste di finanziamento esterno presentate dalle imprese dell'area**

(nei 6 mesi precedenti; percentuale di imprese che hanno richiesto prestiti bancari e crediti commerciali)

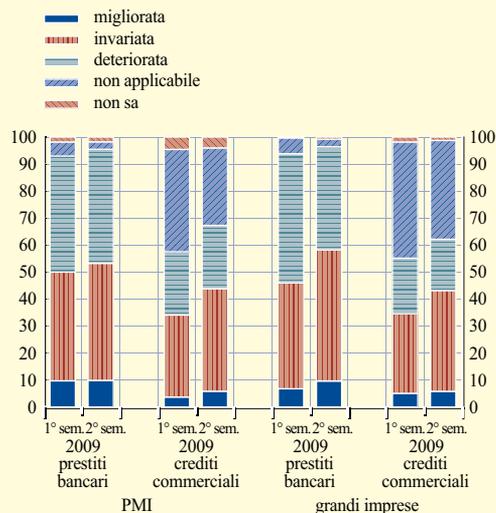


Fonte: indagine della BCE/Commissione europea sull'accesso delle PMI al finanziamento.

5) Per effetto degli arrotondamenti, la percentuale di richieste di finanziamento soddisfatte interamente (56 per cento) e quella delle richieste soddisfatte solo in parte (18 per cento) ammontano al 75 per cento.

**Figura D Disponibilità di finanziamento esterno per le imprese dell'area dell'euro**

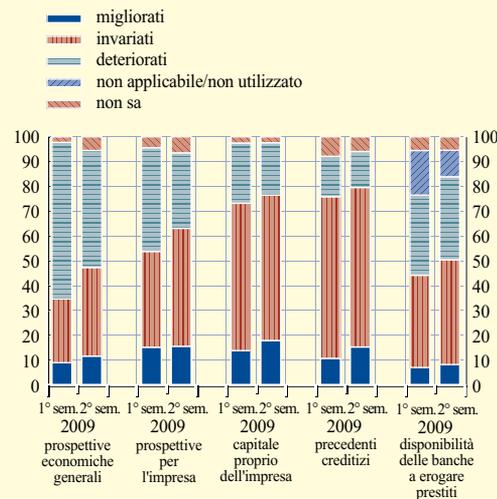
(variazione sui 6 mesi precedenti; percentuale di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)



Fonte: indagine della BCE/Commissione europea sull'accesso delle PMI al finanziamento.

**Figura E Fattori che incidono sulla disponibilità di finanziamento per le PMI dell'area dell'euro**

(variazione sui 6 mesi precedenti; percentuale di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)



Fonte: indagine della BCE/Commissione europea sull'accesso delle PMI al finanziamento.

ravvisa un miglioramento (cfr. figura D). Considerato il variare del fabbisogno di finanziamento esterno in funzione della classe dimensionale dell'impresa, è possibile che quelle di grandi dimensioni abbiano espresso una valutazione meno negativa sulla disponibilità di finanziamenti bancari dato che li hanno in parte sostituiti con il finanziamento sul mercato. Con riferimento alla disponibilità di crediti commerciali, sia le PMI che le grandi imprese segnalano, in termini netti, un peggioramento lievemente meno marcato nella seconda metà del 2009.

Come nella prima metà dell'anno, le determinanti all'origine della minore disponibilità di fonti di finanziamento per le PMI sono state le prospettive economiche generali, la situazione specifica delle singole imprese e la propensione delle banche a concedere prestiti (cfr. figura E). Un elemento positivo è dato dalla notevole diminuzione nella seconda metà del 2009 della percentuale netta di PMI che hanno indicato un deterioramento delle prospettive sia per l'insieme dell'economia, sia per la loro situazione specifica. Su base netta, le imprese di ogni classe dimensionale, tranne le micro imprese, hanno segnalato un miglioramento della propria posizione patrimoniale e dei loro precedenti creditizi, che potrebbe essere connesso con la lieve moderazione del calo degli utili. Per contro, la valutazione delle PMI riguardo alla propensione delle banche a erogare prestiti è rimasta sostanzialmente invariata: il 33 per cento delle PMI (32 nella prima metà del 2009) considera che tale propensione è diminuita, mentre solo l'8 per cento (7 nella prima metà del 2009) rileva un miglioramento. Nel caso delle grandi imprese, la percentuale netta che segnala una minore propensione delle banche a concedere prestiti è scesa nello stesso periodo dal 20 al 14 per cento.

### Termini e condizioni dei prestiti bancari

Circa un terzo delle PMI (più esattamente il 35 per cento, senza sostanziali variazioni rispetto alla prima metà dell'anno) ritiene che nella seconda metà del 2009 il livello dei tassi di interesse

applicati ai prestiti bancari sia aumentato, mentre il 27 per cento reputa che sia diminuito (29 per cento nella prima metà del 2009). In particolare, è cresciuta la percentuale netta di microimprese che segnala un aumento dei tassi, il che potrebbe essere connesso con il perdurante peggioramento della loro posizione patrimoniale e dei loro precedenti creditizi, mentre sono risultate minori le percentuali nette relative alle imprese di piccole e medie dimensioni. Le grandi imprese, dal canto loro, segnalano su base netta un abbassamento del livello dei tassi di interesse. In termini netti, poco più di un terzo delle PMI rileva un ulteriore aumento sia delle richieste di garanzie e di altri requisiti, quali particolari clausole contrattuali, sia dei costi (oneri, commissioni e provvigioni). Anche le grandi imprese riferiscono su base netta un ulteriore inasprimento in questo senso. Allo stesso tempo, ampie quote percentuali di imprese hanno dichiarato che le condizioni sono rimaste invariate (fra il 45 e il 54 per cento delle PMI e fra il 38 e il 55 per cento delle grandi imprese).

### Aspettative per l'accesso ai finanziamenti

Circa la metà delle PMI si aspetta che la propria capacità di accesso a fonti di finanziamento interne ed esterne resti immutata nella prima metà del 2010. Al tempo stesso, le quote percentuali relative alle PMI che si attendono un accesso più difficile ai prestiti bancari (20 per cento) e ai crediti commerciali (11 per cento) nella prima metà del 2010 restano lievemente superiori a quelle delle PMI che si aspettano un miglioramento (14 per cento per i prestiti bancari e 8 per cento per i crediti commerciali). Anche nel caso delle imprese di grandi dimensioni la metà circa ritiene che la loro capacità di accedere al finanziamento interno ed esterno non subirà cambiamenti; tuttavia queste aziende manifestano in termini netti un maggiore ottimismo riguardo all'accessibilità a fondi interni e a prestiti bancari nella prima metà del 2010.

### FLUSSI FINANZIARI

La maggior parte degli indicatori della redditività delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro segnala una stabilizzazione del ritmo di contrazione nel quarto trimestre 2009 e una sua riduzione agli inizi del 2010. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società quotate è rimasto fortemente negativo in febbraio (al -32 per cento), malgrado il lieve rallentamento nel ritmo di contrazione (cfr. figura 30). In prospettiva, i profitti futuri dovrebbero migliorare ulteriormente, ma ci si attende che la crescita degli utili per azione rimanga negativa fino all'estate 2010.

Per quanto riguarda il finanziamento esterno, i prestiti delle IFM alle società non finanziarie hanno continuato a flettere, mentre le emissioni di strumenti di mercato (titoli di debito e azioni quotate) sono state vigorose (cfr. figura 31). In particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è aumentato nel quarto trimestre 2009, favorito dall'andamento positivo

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

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

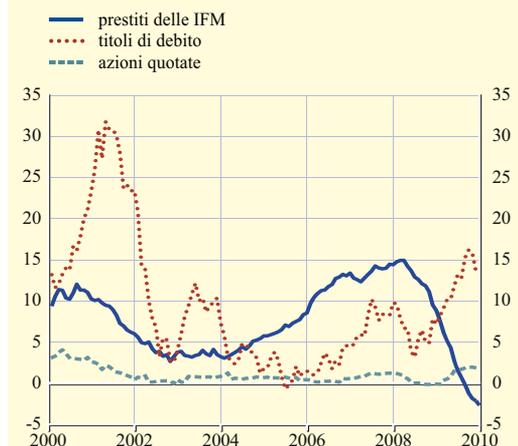


Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

dei mercati azionari. I collocamenti di titoli di debito sono rimasti sostenuti, e il calo registrato nel quarto trimestre si deve a una flessione del tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni sulle scadenze brevi, dovuto alla spiccata preferenza dei mutuatari per l'emissione di passività a lunga volta ad approfittare delle favorevoli condizioni di finanziamento sulle scadenze lunghe. Due fattori sembrano aver contribuito a incentivare le emissioni di titoli di debito da parte delle società non finanziarie. In primo luogo, a partire da fine 2008 il costo complessivo del debito di mercato ha registrato un calo più pronunciato dei tassi di prestito bancari. In secondo luogo, la sostituzione del credito bancario con le fonti di finanziamento basate sul mercato, specie per quanto riguarda le imprese di grandi dimensioni, potrebbe esser stata rinforzata dai vincoli al credito bancario e dall'irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti.

**Figura 31 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

La crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie è risultata negativa (-2,1 per cento) nel dicembre 2009 (cfr. tavola 5), e nel gennaio 2010 il tasso di variazione sul periodo corrispondente è sceso ulteriormente, al -2,7 per cento. In particolare, si sono contratti in misura assai pronun-

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>9,5</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,1</b>
fino a un anno	6,7	-0,5	-5,8	-10,2	-13,7
da uno a cinque anni	14,0	11,1	7,2	2,0	-1,3
oltre cinque anni	9,4	8,1	5,9	4,6	3,9
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>7,8</b>	<b>9,1</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>
a breve termine	17,1	-10,7	-24,6	-26,1	-39,4
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	6,2	13,1	19,1	23,3	24,1
a tasso fisso	7,7	17,6	25,3	31,8	32,8
a tasso variabile	2,3	-0,5	-1,0	-4,7	-4,8
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	3,9	3,3	2,8	2,1	-
Prestiti a società non finanziarie	8,9	6,3	4,1	1,6	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	0,5	0,5	0,5	0,6	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

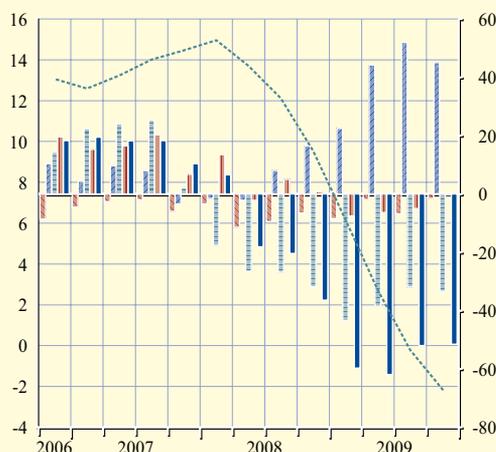
2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate, le riserve tecniche di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Include le riserve dei fondi pensione.

**Figura 32 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

- investimenti fissi (scala di destra)
- scorte e capitale circolante (scala di destra)
- attività di fusione e acquisizione e ristrutturazioni societarie (scala di destra)
- ristrutturazione del debito (scala di destra)
- finanziamenti interni (scala di destra)
- prestiti alle società non finanziarie (scala di sinistra)



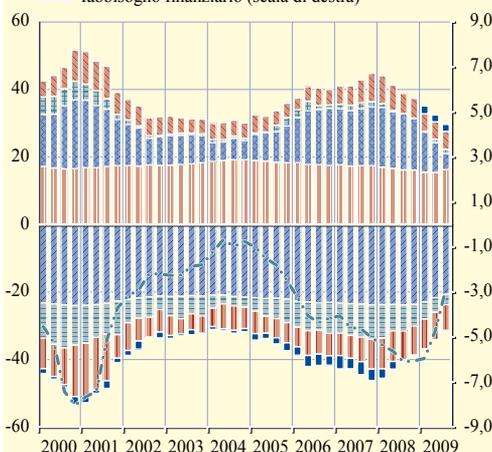
Fonte: BCE.

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

**Figura 33 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie**

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

- acquisizione netta di azioni
- acquisizione netta di attività finanziarie escluse le azioni
- investimenti lordi
- emissioni di azioni non quotate
- emissione di azioni quotate
- debiti finanziari
- risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale
- altro
- fabbisogno finanziario (scala di destra)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.

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

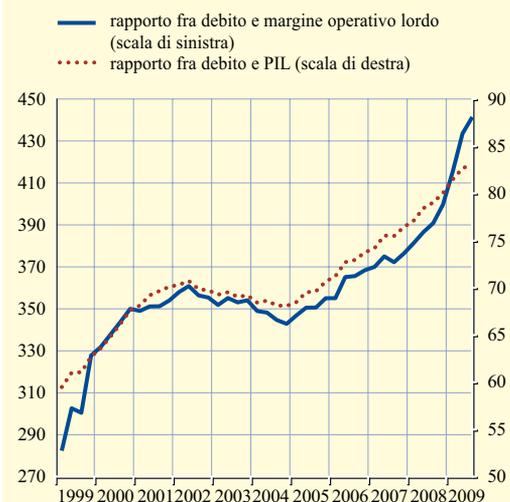
ciati i prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno), il cui tasso di crescita si colloca in territorio negativo dal novembre 2008. Le evidenze empiriche indicano che, tipicamente, i prestiti alle società non finanziarie seguono il ciclo congiunturale con notevole sfasamento temporale. La contrazione dei prestiti, pertanto, concorderebbe con il netto deterioramento dell'attività economica e della spesa per beni capitali osservato nei trimestri precedenti.

Stando ai risultati dell'ultima indagine sul credito bancario, fattori dal lato della domanda, come il calo degli investimenti fissi e dell'attività di fusione e acquisizione, avrebbero avuto un impatto negativo sulla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie (cfr. figura 32). Sebbene la riduzione del grado di inasprimento dei criteri di fido applicati ai prestiti e alle linee di credito alle imprese sia ulteriormente calata nel quarto trimestre 2009, le evidenze empiriche indicano che le variazioni dei criteri di concessione del credito influiscono sulle dinamiche della crescita dei prestiti con uno sfasamento temporale di tre-quattro trimestri.

Il fabbisogno finanziario delle società non finanziarie (o indebitamento netto), ossia la differenza fra gli esborsi per investimenti reali e i fondi generati internamente (risparmio lordo), si è significativamente ridotto nel terzo trimestre 2009, al 3,0 per cento del valore aggiunto lordo in base a somme mobili di quattro trimestri. La figura 33 illustra le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro che figurano nei conti dell'area stessa,

**Figura 34 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

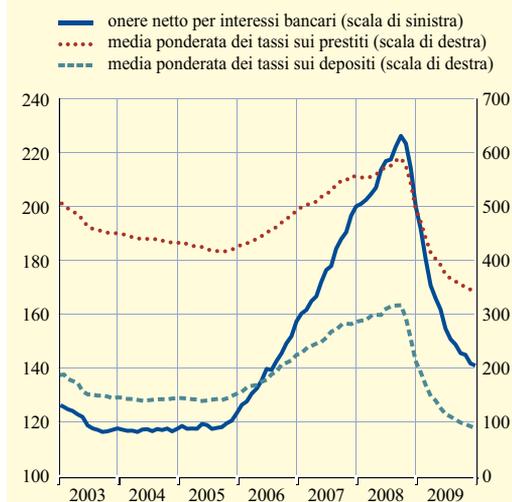
(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 Note: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione. Dati fino al terzo trimestre del 2009.

**Figura 35 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie**

(punti base)



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

per i quali sono disponibili dati fino al terzo trimestre 2009. Come mostra la figura, è possibile che i minori investimenti reali (investimenti fissi lordi) siano sempre più autofinanziati, visto il calo della crescita dei finanziamenti esterni. Al contempo le acquisizioni nette di attività finanziarie comprese le azioni hanno continuato a calare nel terzo trimestre.

**POSIZIONE FINANZIARIA**

I moderati flussi del finanziamento esterno, contestualmente al calo dei profitti societari, hanno determinato ulteriori aumenti degli indici di indebitamento delle società non finanziarie, che nel terzo trimestre 2009 hanno raggiunto i massimi storici (cfr. figura 34). Di riflesso ai cali significativi dei prestiti bancari e dei tassi di interesse di mercato, gli oneri finanziari delle società non finanziarie hanno continuato a diminuire nel quarto trimestre del 2009, portandosi sui valori registrati a fine 2006 (cfr. figura 35). Nel complesso, l'alto livello dell'indebitamento e i corrispondenti oneri per interessi potrebbero indurre le imprese a utilizzare i futuri *cash flow* per ristrutturare i bilanci, e quindi limitare la domanda di finanziamento esterno nei periodi futuri.

**2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE**

*Nel quarto trimestre 2009 le condizioni di finanziamento fronteggiate dalle famiglie hanno continuato a migliorare, grazie all'ulteriore riduzione dei tassi sui prestiti bancari e del grado di irrigidimento dei criteri di concessione dei fidi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle famiglie è aumentato nel quarto trimestre e nel gennaio 2010, alimentato soprattutto dai sostenuti flussi mensili positivi di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il livello di indebitamento del settore in relazione al reddito è rimasto sostanzialmente stabile, mentre l'onere per interessi si è nuovamente ridotto.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel quarto trimestre 2009 la trasmissione delle riduzioni pregresse dei tassi di riferimento della BCE e i cali dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari hanno provocato un ulteriore decremento dei tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura 36). Tale decremento è stato minore di quello del trimestre precedente, ma generalizzato a tutte le scadenze. La struttura per scadenze dei tassi di interesse sui mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a caratterizzarsi per un consistente differenziale positivo fra i tassi sui prestiti con periodi di determinazione iniziali lunghi (superiori ai cinque anni) e brevi (fino a un anno), che ha ulteriormente accresciuto la quota di nuovi prestiti con un periodo più breve di determinazione iniziale del tasso.

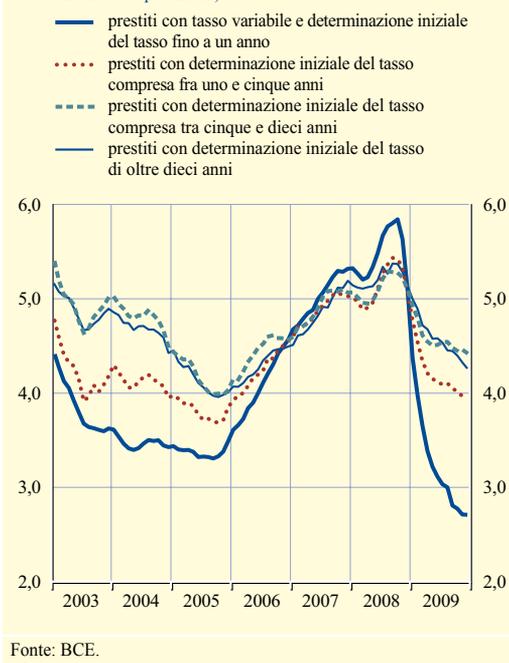
Contrariamente al trimestre precedente, in cui i tassi di interesse applicati dalle IFM ai prestiti al consumo erano calati unicamente per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso di oltre cinque anni, nel quarto trimestre la riduzione ha interessato tutte le scadenze, risultando particolarmente significativa per i prestiti con tasso variabile e determinazione del tasso fino a un anno. Nel complesso, i tassi sui prestiti con determinazione iniziale del tasso compresa fra uno e cinque anni sono rimasti i più bassi, seguiti da quelli sui prestiti con periodo di fissazione più breve (ossia i prestiti con tasso variabile e determinazione del tasso fino a un anno), mentre quelli sui prestiti con periodo di determinazione superiore a cinque anni sono rimasti i più elevati. Nel contempo, dopo essere costantemente aumentato nei trimestri precedenti, il differenziale fra i tassi più elevati e quelli più bassi si è fatto meno pronunciato.

I differenziali fra i tassi sui nuovi prestiti per l'acquisto di abitazioni e i tassi di mercato corrispondenti sono diminuiti nel quarto trimestre, sia per le scadenze brevi sia per quelle lunghe. Nel caso del credito al consumo, i differenziali fra i tassi a breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre quelli per le scadenze lunghe sono calati.

I risultati dell'indagine del gennaio 2010 sul credito bancario indicano che la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito è ulteriormente diminuita nel quarto trimestre, per quanto riguarda sia i mutui per l'acquisto di abitazioni sia il credito al consumo e altre tipologie di prestiti. Nel caso dei mutui, l'ulteriore calo è ascrivibile soprattutto a una valutazione meno negativa del rischio relativo all'attività economica in generale e alle prospettive del mercato degli immobili residenziali in particolare. Rispetto ai mutui per l'acquisto di abitazioni, la riduzione del grado di inasprimento netto per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti è stata meno pronunciata. Va notato che i vincoli di bilancio delle banche e il costo della raccolta (i quali, diversamente dalle condizioni economiche, possono essere considerati fattori collegati esclusivamente alle banche) hanno smesso di contribuire all'inasprimento dei criteri di fido

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

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



applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni, al credito al consumo e ad altre tipologie di prestiti. Infine, secondo la valutazione degli istituti bancari la domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente cresciuta nel quarto trimestre per effetto delle prospettive favorevoli del mercato degli immobili residenziali, mentre la domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti viene considerata stagnante in assenza di miglioramenti per quanto riguarda la spesa per beni durevoli e i risparmi delle famiglie.

#### FLUSSI FINANZIARI

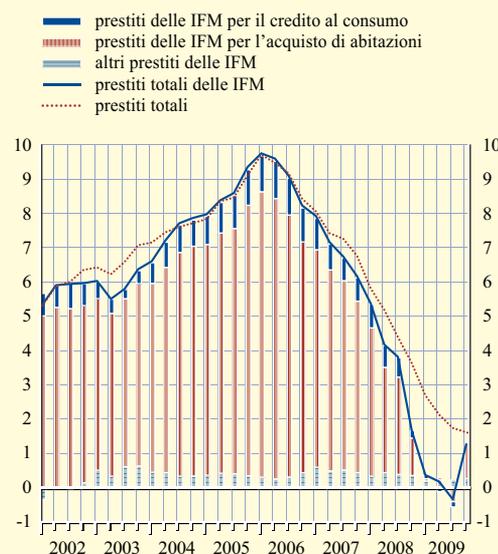
Nel terzo trimestre 2009 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti integrati dell'area dell'euro) il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è ulteriormente diminuito, all'1,7 per cento, dal 2,1 per cento del trimestre precedente. Il tasso di variazione dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM è rimasto assai sostenuto, portandosi al 25,9 per cento, a fronte del 23,1 per cento del secondo trimestre. In larga misura, tuttavia, l'andamento non riflette nuovi prestiti concessi da tali istituzioni, quanto l'impatto dell'attività di cartolarizzazione *pro soluto* (in cui i prestiti sono stralciati e quindi rimossi dai bilanci delle IFM per essere poi iscritti come prestiti erogati da AIF), che è stata particolarmente vigorosa alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 e che continua a influire sul tasso di crescita sul periodo corrispondente. L'aumento del tasso di crescita dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM nel terzo trimestre è stato compensato dall'ulteriore calo dei prestiti delle IFM, che hanno registrato un tasso di variazione negativo sul periodo corrispondente. Ciononostante, i dati disponibili fino a gennaio sul credito delle IFM indicano che il tasso di crescita dei prestiti totali alle famiglie ha raggiunto nel terzo trimestre il punto minimo (cfr. figura 37), prima di aumentare lievemente nel quarto trimestre e agli inizi del 2010.

In gennaio il tasso di crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie è salito all'1,6 per cento, dallo 0,3 e -0,1 per cento registrati rispettivamente nel quarto e nel terzo trimestre 2009. Nel contempo, la dinamica di breve periodo misurata dal tasso di variazione sui tre mesi espresso in ragione d'anno è notevolmente migliorata nella seconda metà del 2009, raggiungendo il 3,5 per cento in gennaio. Ciò fornisce un'ulteriore riprova del fatto che i prestiti alle famiglie hanno toccato il punto di svolta inferiore. Tuttavia, laddove si tenga conto dell'impatto dello stralcio dei prestiti avvenuto nel contesto delle cartolarizzazioni, la ripresa della crescita dei prestiti alle famiglie risulta più limitata.

I protratti flussi positivi dei prestiti delle IFM e gli aumenti osservati nel tasso di crescita sul periodo corrispondente appaiono in linea con le regolarità di più lungo periodo, in base alle quali l'indebitamento delle famiglie tende a riprendersi in una fase precoce del ciclo congiunturale. Nel

**Figura 37 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



Fonte: BCE.

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

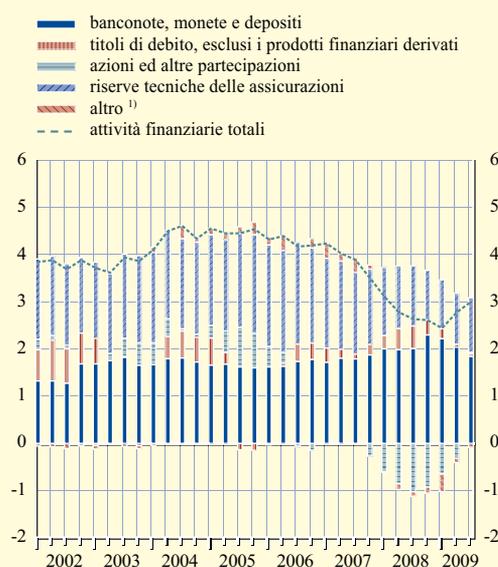
contempo, tale ripresa potrebbe restare per il momento modesta, dato che i mercati delle abitazioni e il reddito restano caratterizzati da una notevole incertezza e il livello dell'indebitamento delle famiglie è rimasto elevato rispetto ai cicli precedenti.

Tra i prestiti delle IFM alle famiglie, il tasso di crescita sul periodo corrispondente di quelli per l'acquisto di abitazioni è ulteriormente aumentato, all'1,8 per cento in gennaio, in rialzo rispetto alla media dello 0,2 per cento del quarto trimestre, per effetto dei sostenuti afflussi mensili registrati da metà 2009. Un'evoluzione analoga è osservabile per le altre tipologie di prestiti, il cui tasso di crescita è salito in gennaio al 2,2 per cento, dall'1,9 per cento del quarto trimestre. Per contro, il tasso di variazione del credito al consumo è rimasto leggermente negativo (pari al -0,1 per cento in gennaio), pur mostrando segnali di miglioramento rispetto alla seconda metà del 2009, quando in media era risultato pari al -1,0 per cento.

Quanto alle attività del settore delle famiglie dell'area dell'euro riportate nella contabilità dell'area, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali è ulteriormente aumentato nel terzo trimestre, al 3,0 per cento, dal 2,7 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 38). Gli investimenti delle famiglie in banconote, monete e depositi hanno continuato ad offrire il contributo positivo più importante, che è risultato tuttavia ancora in calo. Le famiglie hanno in effetti cominciato a trasferire fondi dalle attività liquide a quelle a più lungo termine e più rischiose. In particolare, gli acquisti di azioni e di quote di fondi comuni (diversi da quelli del mercato monetario) sono cresciuti, così come anche l'acquisizione di riserve tecniche di assicurazione.

**Figura 38 Investimenti finanziari delle famiglie**

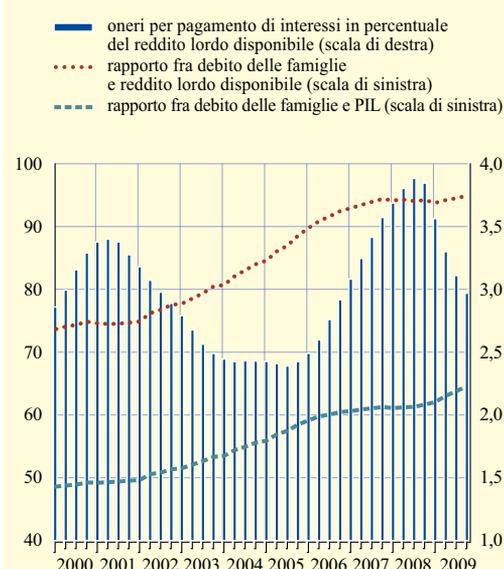
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

**Figura 39 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi**

(valori percentuali)



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

## **POSIZIONE FINANZIARIA**

L'andamento ulteriormente contenuto dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi trimestri ha favorito una stabilizzazione del loro debito. In particolare, il rapporto fra debito e reddito disponibile del settore si colloca intorno al 94 per cento da fine 2007 e in base alle stime dovrebbe essere rimasto inferiore al 95 per cento anche nel quarto trimestre 2009 (cfr. figura 39). Per contro, il rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL dovrebbe essere ancora leggermente aumentato nel quarto trimestre. La discrepanza fra i due indicatori deriva dal fatto che l'attività economica in generale è al momento caratterizzata da un calo congiunturale più marcato rispetto al reddito delle famiglie. L'onere per interessi del settore dovrebbe essere ulteriormente diminuito nel quarto trimestre, sebbene in misura inferiore che nei trimestri precedenti, portandosi appena al di sotto del 3,0 per cento del reddito disponibile, in calo dal 3,1 per cento nel trimestre precedente. Vista la sostanziale stabilità del rapporto debito/reddito, tale andamento riflette principalmente l'impatto del calo dei tassi di prestito bancari, specie quelli applicati ai prestiti a tasso variabile.

### 3 PREZZI E COSTI

In febbraio l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC si è collocata allo 0,9 per cento dall'1,0 in gennaio. I dati pubblicati nello scorso trimestre confermano che l'inflazione si è riportata su valori positivi dopo il periodo di disinflazione registrato durante i mesi estivi e autunnali del 2009. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione si collochi intorno all'1,0 per cento a breve termine e che rimanga moderata nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda all'interno e all'esterno dell'area, l'evoluzione complessiva dei prezzi, dei costi e dei salari dovrebbe rimanere modesta. Tale valutazione si è altresì rispecchiata nelle proiezioni macroeconomiche di marzo formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, secondo le quali il tasso di inflazione dovrebbe collocarsi in un intervallo compreso fra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010 e lo 0,9 e il 2,1 per cento nel 2011. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 è stato aggiustato marginalmente al ribasso, mentre quello per il 2011 marginalmente al rialzo. I rischi per queste prospettive permangono sostanzialmente bilanciati.

#### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in febbraio il tasso di inflazione sui dodici mesi si è collocato allo 0,9 per cento, registrando un valore positivo per il quarto mese consecutivo dopo il periodo di disinflazione osservato nei mesi estivi e autunnali del 2009 (cfr. figura 40 e tavola 6).

Secondo le informazioni più recenti a livello settoriale, la dinamica sui dodici mesi della componente energetica è aumentata dall'1,8 per cento in dicembre al 4,0 per cento in gennaio, l'ultimo mese per cui sono disponibili dati disaggregati. In una prospettiva di più lungo periodo, la dinamica dei prezzi dei beni energetici è aumentata costantemente dal minimo nel luglio del 2009, pari a -14,4 per cento. L'incremento da luglio dello scorso anno è principalmente riconducibile a effetti base connessi al brusco calo dei prezzi del greggio nella seconda metà del 2008. Per i prezzi dei beni energetici, va notato che la tendenza al rialzo è prevalentemente dovuta al rincaro delle voci direttamente legate all'andamento dei corsi del greggio (combustibili liquidi, carburanti e lubrificanti per il trasporto di persone), mentre le variazioni dei prezzi dei beni non derivati dal petrolio

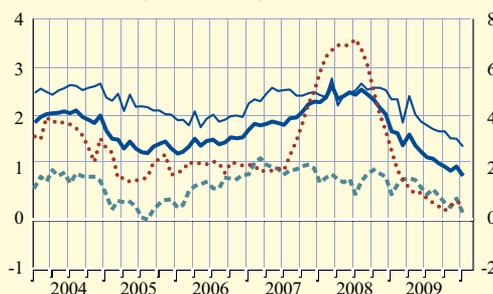
Figura 40 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

— IAPC complessivo (scala di sinistra)  
 ..... alimentari freschi (scala di sinistra)  
 - - - - - beni energetici (scala di destra)



— IAPC complessivo esclusi beni energetici e alimentari freschi (scala di sinistra)  
 ..... alimentari trasformati (scala di destra)  
 - - - - - beni industriali non energetici (scala di sinistra)  
 — servizi (scala di sinistra)



Fonte: Eurostat.

## Tavola 6 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2009 set.	2009 ott.	2009 nov.	2009 dic.	2010 gen.	2010 feb.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	3,3	0,3	-0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9
Beni energetici	10,3	-8,1	-11,0	-8,5	-2,4	1,8	4,0	.
Alimentari non trasformati	3,5	0,2	-1,3	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	.
Alimentari trasformati	6,1	1,1	0,5	0,3	0,5	0,7	0,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,4	0,1	.
Servizi	2,6	2,0	1,8	1,8	1,6	1,6	1,4	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	6,1	-5,1	-7,6	-6,6	-4,4	-2,9	-1,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	65,9	44,6	46,9	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	2,1	-18,5	-17,1	-7,3	-0,9	19,0	27,0	28,8

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 febbraio 2010 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

(come elettricità e gas) sono rimaste stabili o sono diminuite da agosto 2009. In prospettiva, ci si attende che l'inflazione della componente energetica rimanga sostanzialmente stabile nel 2010 con qualche modesto contributo positivo degli effetti base e delle imposte indirette.

L'inflazione dei beni alimentari è aumentata da -0,2 per cento in dicembre a -0,1 per cento in gennaio (cfr. tavola 5.1 nella sezione delle *Statistiche dell'area dell'euro*). Tale andamento ha fatto seguito a un processo di disinflazione che si è verificato negli scorsi diciotto mesi: i prezzi dei beni alimentari sono diminuiti gradualmente da metà 2008 a ottobre 2009, quando la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari si è collocata a -0,4 per cento (il livello più basso dall'inizio della serie nel 1990). Da ottobre si sono osservati alcuni segnali di stabilizzazione.

All'interno del comparto dei beni alimentari, si è osservato un progressivo allentamento delle pressioni sui prezzi (misurate in tassi di crescita sui dodici mesi) in entrambe le componenti dei beni alimentari freschi e trasformati, così come nella maggior parte delle voci, in particolare di quelle più esposte all'andamento dei prezzi delle materie prime alimentari (carne, cereali, prodotti caseari, oli e grassi). Un'importante eccezione, tuttavia, è costituita dal tabacco. Esso rappresenta circa un quarto della componente dei beni trasformati e l'aumento delle imposte indirette lo scorso anno ha portato il suo tasso di crescita al 6,5 per cento in gennaio, un livello superiore alla media di lungo periodo del 5,6 per cento a partire dal 1998.

La dinamica dell'inflazione dei beni alimentari nella seconda parte del 2009 e agli inizi del 2010 è riconducibile a numerosi fattori, fra cui i due seguenti possono essere considerati particolarmente importanti. In primo luogo, il trasferimento ai consumatori dei precedenti cali dei prezzi delle materie prime alimentari ha attenuato l'inflazione dei beni alimentari. In secondo luogo, la forte concorrenza nella distribuzione al dettaglio di questi beni, unitamente alla debole domanda dei consumatori, hanno esercitato pressioni al ribasso sui prezzi. A tale riguardo vi sono informazioni aneddotiche secondo cui i consumatori potrebbero continuare a preferire, a scapito di prodotti di marca più costosi e di alta qualità, succedanei più economici. In prospettiva, è possibile che l'inflazione annuale della componente alimentare ricominci ad aumentare lentamente nei prossimi mesi, in parte a causa di effetti base al rialzo.

Al netto di tutte le voci della componente alimentare ed energetica, che costituisce circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione ha registrato una graduale flessione negli ultimi due anni. Tale andamento ha rispecchiato la dinamica dei prezzi delle due sue componenti, i beni industriali non energetici e i servizi, che risentono in larga parte di fattori interni, quali i salari e i margini di profitto. Nel gennaio 2010 il tasso di inflazione di questo aggregato si è collocato allo 0,9 per cento, contro una media dell'1,6 per cento nella prima metà del 2009.

La dinamica flettente dell'inflazione tendenziale dei prezzi dei beni industriali non energetici si è protratta alla fine del 2009 e agli inizi del 2010. In gennaio, essa è diminuita allo 0,1 per cento, con un calo considerevole dallo 0,4 per cento registrato nel dicembre 2009, ma in larga misura riconducibile ai ribassi stagionali. Esaminando in maggiore dettaglio la volatilità causata da fattori di breve periodo, l'inflazione annuale dei beni industriali non energetici si è collocata in media allo 0,3 per cento tra ottobre 2009 e gennaio 2010, rispetto a una media dello 0,7 per cento nella prima metà del 2009. La debole domanda dei consumatori unitamente a pressioni al ribasso all'interno e all'esterno per i beni di consumo manufatti sono stati i principali fattori all'origine di queste dinamiche.

I beni industriali non energetici possono essere scomposti in beni non durevoli (apparecchi elettrici per l'igiene personale, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.), beni semidurevoli (tessili, scarpe, libri, ecc.) e beni durevoli (autovetture, mobili, beni elettronici, ecc.). L'ulteriore calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici nel periodo recente è principalmente riconducibile all'allentamento dei contributi dei beni non durevoli e di quelli semidurevoli. La variazione annuale di questi ultimi è diminuita ulteriormente in misura significativa in gennaio, a causa del forte influsso dei ribassi stagionali nei tessili agli inizi del 2010, che sono stati più ingenti dello scorso anno. Questa dinamica è stata osservata per numerosi anni nell'area dell'euro e può essere in parte connessa al ristagno della domanda. Mentre i prezzi dei tessili tendono a recuperare piuttosto rapidamente con l'arrivo delle nuove collezioni, la tendenza di fondo di questa componente dei beni industriali non energetici sembra essere ancora flettente.

Anche gli ultimi dati relativi ai prezzi dei beni non durevoli suggeriscono il protrarsi della moderazione. Sebbene le voci comprese in questo aggregato siano di natura piuttosto disomogenea e non seguano generalmente tendenze comuni, attualmente tutte risentono della debole domanda. Nel contempo, il contributo negativo dei prezzi dei beni durevoli è rimasto sostanzialmente invariato dal terzo trimestre del 2009, sebbene la variazione annuale in questa componente sembri aver superato il minimo registrato in settembre. Tale andamento rispecchia in ampia misura la fine apparente dei forti sconti sui prezzi delle autovetture, che sono di gran lunga la voce maggiore fra i beni durevoli in termini di peso.

In prospettiva, gli indicatori anticipatori disponibili per l'inflazione dei beni industriali non energetici, come gli andamenti dei prezzi alla produzione per i beni di consumo (al netto degli alimentari e dei tabacchi) e dei prezzi all'importazione degli stessi beni, continuano a suggerire pressioni al ribasso, che però si stanno attenuando. Né la domanda, né la capacità delle imprese di determinare i prezzi dovrebbero comportarne un notevole innalzamento nel prossimo futuro.

In gennaio l'inflazione nel settore dei servizi è scesa all'1,4 per cento, dall'1,6 in dicembre. Essa ha registrato una flessione continua per tutto il 2009, se si tiene conto di una certa volatilità di breve periodo osservata in marzo-aprile dovuta a un effetto di calendario. L'inflazione media in questo settore nel 2009 si è collocata al 2,0 per cento, considerevolmente al di sotto del tasso medio del 2,5 per cento osservato nel periodo 2007-08.

Gran parte del calo dell'inflazione nel settore dei servizi osservato nello scorso anno sembra essere riconducibile agli andamenti nei prezzi di talune voci (trasporto aereo, vacanze organizzate, ristoranti e caffè, servizi alberghieri), che rappresentano complessivamente circa un quarto dei servizi totali in termini di peso. L'elemento comune a queste voci è la loro connessione al tempo libero e, nella maggior parte dei casi, alle vacanze. Pertanto, le spese relative a tali voci possono essere considerate come "meno necessarie" e potrebbero essere quelle che i consumatori riducono per prime durante una grave crisi economica. Di fronte alla debole domanda, le imprese operanti in questi settori hanno subito una forte concorrenza sui prezzi. Tale situazione ha favorito il trasferimento ai consumatori di qualsiasi riduzione nei costi degli *input*, in particolare di quelli connessi al calo dei prezzi dei beni energetici e alimentari dopo gli alti livelli registrati nella seconda metà del 2008. Al netto delle componenti legate alle vacanze, l'inflazione nel settore dei servizi ha mostrato una maggiore stabilità, oscillando intorno al 2,0 per cento negli ultimi due anni (che corrisponde anche alla media degli ultimi dieci anni). In prospettiva, ci si attende che l'inflazione nel settore dei servizi rimanga bassa durante tutto il 2010, principalmente per effetto della protratta crescita modesta dei salari in un contesto di debole domanda da parte dei consumatori.

Date le fluttuazioni osservate nell'inflazione misurata sullo IAPC negli ultimi tre anni, è interessante esaminare gli sviluppi delle aspettative d'inflazione in questo periodo, dal momento che queste influenzano il processo di formazione dei salari e dei prezzi. Il riquadro 5 riporta un'analisi dei recenti sviluppi nelle aspettative d'inflazione dei consumatori e degli esperti.

#### Riquadro 5

##### ANDAMENTI RECENTI DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DEI CONSUMATORI E DEGLI ESPERTI NELL'AREA DELL'EURO

Ai fini della conduzione della politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi è importante monitorare le aspettative di inflazione, dato che queste possono influire sul processo di formazione dei salari e dei prezzi, nonché fornire un'indicazione del grado in cui le decisioni dei soggetti economici incorporano l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Sebbene tali aspettative non possano essere osservate direttamente, è possibile ricavare in vari modi misure approssimate. Uno dei metodi consiste nell'interpellare un campione di consumatori o di previsori professionisti (*professional forecasters*). Negli ultimi tre anni, l'inflazione complessiva sui dodici mesi dell'area dell'euro ha subito oscillazioni molto ampie. In una prima fase ascendente nel settembre 2007, il tasso di crescita, trainato principalmente dagli incrementi nei prezzi delle materie prime, ha cominciato a salire, raggiungendo un picco leggermente superiore al 4 per cento nel luglio 2008. A ciò ha fatto seguito una fase discendente, dovuta a un calo dei corsi delle materie prime ed accelerata dagli effetti della crisi finanziaria. La dinamica dell'inflazione complessiva, influenzata in larga misura da effetti base, è divenuta negativa nel giugno 2009, toccando un minimo in luglio, per poi tornare positiva nel novembre dello scorso anno. Il presente riquadro descrive le reazioni a tali andamenti nelle aspettative di inflazione di consumatori ed esperti, sottolineando il fatto che, sebbene essi abbiano sostanzialmente aggiustato le loro prospettive per i prezzi a breve termine, le aspettative di inflazione a lungo termine sono rimaste stabili.

L'unica misura per le aspettative di inflazione dei consumatori per l'area dell'euro è formulata dalla Commissione europea. Le opinioni dei consumatori sugli andamenti dell'infla-

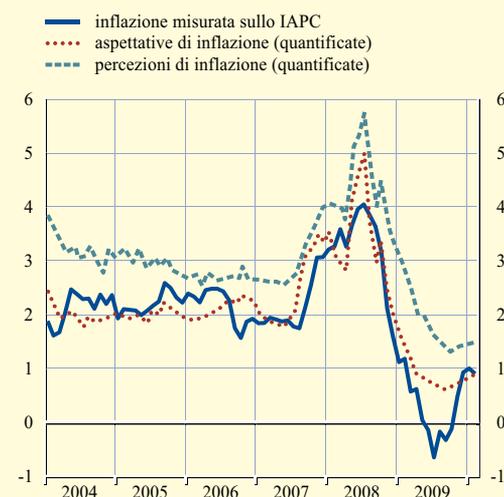
zione sono raccolte ogni mese nell'ambito dell'indagine che la Commissione effettua presso di loro. Le risposte sono di natura qualitativa e vengono presentate aggregate sotto forma di un "saldo percentuale", frutto della ponderazione della frequenza delle risposte nelle diverse categorie<sup>1)</sup>. Tali misure forniscono informazioni sul cambiamento di direzione sia nelle percezioni dei consumatori sugli andamenti dell'inflazione nei precedenti dodici mesi, sia nelle loro aspettative per i dodici mesi successivi. Sebbene i saldi percentuali non diano alcuna indicazione sull'entità dell'inflazione percepita e attesa, è possibile tradurre le risposte qualitative dell'indagine presso i consumatori in stime quantitative dell'inflazione percepita e attesa, in modo tale che possano essere valutate nel contesto degli andamenti effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC. Benché vi siano vari approcci per effettuare tale trasformazione, ognuno con i suoi limiti, a titolo illustrativo il presente riquadro utilizza una metodologia basata sull'approccio probabilistico<sup>2)</sup>.

La figura A mostra che, negli ultimi anni, vi è stata una relazione relativamente stretta fra l'evoluzione delle percezioni e delle aspettative quantificate desunte dall'indagine presso i consumatori e gli andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro. Di fatto, l'inizio dell'ascesa nel 2007, il picco a metà 2008 e il minimo nel 2009 nelle percezioni e nelle aspettative quantificate dei consumatori hanno coinciso con l'evoluzione dell'inflazione nello stesso periodo. Ciò mostra che queste indagini a più breve termine sono altamente dipendenti dai dati effettivi.

Sebbene non vi siano indagini presso i consumatori sulle aspettative a lungo termine per l'area dell'euro, è possibile ricavare tali aspettative dalle indagini presso gli esperti di previsioni. Le aspettative di inflazione di questi ultimi – come quelle misurate dalla *Survey of Professional Forecasters* della BCE e da Consensus Economics – mostrano che più lungo è l'orizzonte temporale delle aspettative e minore è la dipendenza di queste ultime dai risultati attuali o passati. Di fatto, le aspettative di inflazione con orizzonte a cinque anni e da sei a dieci anni, rispettivamente della *Survey of Professional Forecasters* della BCE e di Consensus Economics, hanno mantenuto una forte resilienza rispetto agli andamenti dell'inflazione connessi ai corsi delle materie prime negli ultimi anni. Esse sono rimaste costantemente pari al 2 per cento o legger-

**Figura A Inflazione misurata sullo IAPC e percezioni e aspettative di inflazione quantificate dei consumatori**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese della Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

- 1) Per una trattazione dei dati relativi ai prezzi contenuti nelle indagini presso i consumatori dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'inflazione percepita dai consumatori si discosta ancora dalle statistiche ufficiali?* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino. Si veda anche l'articolo *Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2007 di questo Bollettino.
- 2) Per un'analisi delle principali tecniche, cfr. ad esempio E. D'Elia (2005), *Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis*, Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE), Working Paper n. 56, settembre. Per i dettagli metodologici della tecnica impiegata nel presente riquadro, cfr. M. Forsells e G. Kenny (2002), *The rationality of consumers' inflation expectations: survey-based evidence for the euro area*, Working Paper Series della BCE n. 163. Per una trattazione dei limiti dell'approccio esposto nel presente riquadro, cfr. il riquadro *Andamenti recenti delle percezioni e delle aspettative di inflazione dei consumatori nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2007 di questo Bollettino.

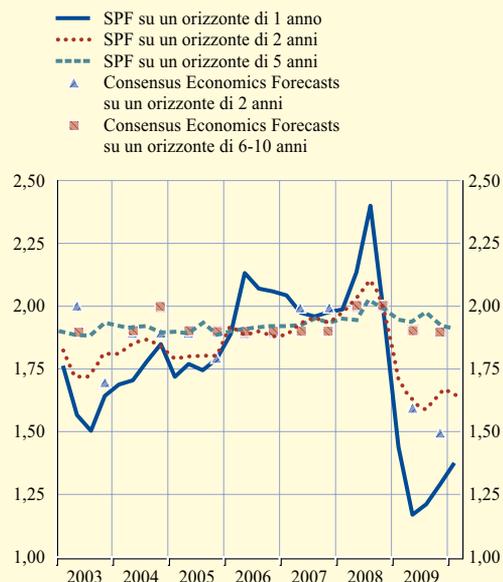
mente al di sotto di tale valore, indicando un solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro. Inoltre, tali aspettative non sono state influenzate dalle variazioni delle previsioni di inflazione a breve termine contenute nella stessa indagine (cfr. figura B). Ciò conferma un risultato empirico riportato dalla Deutsche Bundesbank (2006) il quale suggerisce che, negli anni recenti, il legame fra le aspettative di inflazione a lungo e a breve termine è venuto meno e, contrariamente a quanto osservato in periodi precedenti, non vi è più una relazione statisticamente significativa fra le due misure<sup>3)</sup>.

A corroborare tale tesi sono anche gli studi che analizzano il grado di ancoraggio delle aspettative di inflazione a lungo termine, desunte dai dati finanziari. L'evidenza empirica indica chiaramente che le aspettative di inflazione basate sul mercato per l'area dell'euro e altri paesi industriali generalmente non reagiscono alle notizie macroeconomiche, un segnale che esse tendono a non essere influenzate dai cambiamenti del contesto economico<sup>4)</sup>. Infatti, la stabilità delle aspettative di inflazione di lungo periodo può essere considerata un importante indicatore per la credibilità dell'orientamento di politica monetaria della BCE verso il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine.

La resilienza delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro avvalorava l'ipotesi secondo cui la definizione quantitativa precisa di stabilità dei prezzi, che è un importante elemento della strategia di politica monetaria della BCE, contribuisce ad ancorare le aspettative di inflazione su livelli in linea con l'obiettivo della banca centrale e riduce la loro sensibilità rispetto ai dati dell'inflazione passata e ad altre notizie macroeconomiche<sup>5)</sup>. Ciò suggerisce che anche al fluttuare dell'inflazione, i soggetti economici tendono ad aggiustare di pochissimo le loro aspettative di inflazione di lungo periodo. In realtà, il fatto stesso che gli indicatori di più lungo periodo delle aspettative di inflazione non abbiano mostrato reazioni di rilievo all'elevata volatilità nell'inflazione a breve o nelle previsioni di inflazione, mostra l'ottimo ancoraggio delle aspettative a medio-lungo termine esercitato dall'obiettivo del Consiglio direttivo della BCE di mantenere i tassi di inflazione a livelli prossimi, ma inferiori, al 2 per cento nel medio termine.

**Figura B Aspettative di inflazione di breve e lungo periodo dei previsori professionisti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE e Consensus Economics.

3) Deutsche Bundesbank (2006), "How informative survey data on private sector inflation expectations are for monetary policymakers", *Monthly Bulletin*, ottobre, pp. 15-27.

4) Gürkaynak, R., A. Levin e E. Wanson (2006), *Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden*, Working paper della Federal Reserve Bank of San Francisco n. 2006-09. Ehrmann et al. (2007), *Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area*, Working Paper Series della BCE n. 817.

5) Levin, A.T., F.M. Natalucci e J.M. Piger (2004), *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, Working Paper Series della BCE n. 383. Cfr. anche D. Johnson (2002), "The effect of inflation targeting on the behaviour of expected inflation: evidence from an 11 country panel", *Journal of Monetary Economics* 49, pp. 1521-1538.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

I dati più recenti dell'inflazione alla produzione nell'industria suggeriscono che i prezzi stanno diminuendo a un ritmo più lento nel settore industriale. In gennaio la crescita annuale dell'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salita a -1,0 per cento, da -2,9 per cento in dicembre. Ciò è riconducibile principalmente all'andamento dei prezzi dei beni energetici e intermedi, che hanno risentito di forti effetti base positivi e dei recenti rincari delle materie prime ed energetiche. All'ultimo stadio della catena produttiva, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo è aumentata in gennaio, principalmente trainata dalle voci alimentari (cfr. figura 41).

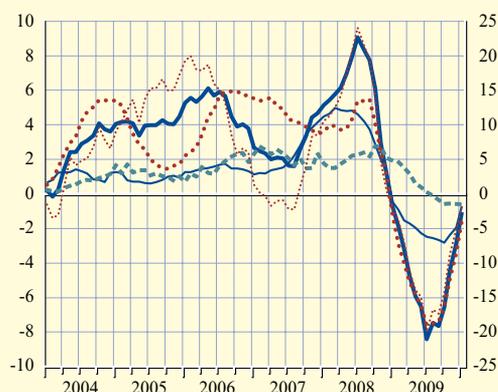
L'osservazione delle tendenze di periodo lievemente più lungo della dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) suggerisce che le pressioni sui prezzi lungo la filiera produttiva si stanno allentando. Tale indicatore è aumentato gradualmente nella seconda metà del 2009 e agli inizi del 2010 dal minimo di -8,4 per cento nel luglio 2009. Le variazioni al rialzo nella dinamica dei prezzi alla produzione nell'industria durante questo periodo hanno rispecchiato in ampia misura quelle delle componenti dei beni energetici e intermedi, di riflesso all'interazione fra gli effetti base al rialzo connessi al calo delle quotazioni mondiali del greggio nella seconda metà del 2008 e agli inizi del 2009 e la recente evoluzione di tali prezzi. Al contempo, le dinamiche tendenziali delle altre componenti dei prezzi alla produzione nell'industria hanno mostrato maggiore stabilità, pur rimanendo su livelli molto contenuti, a causa dei bassi costi degli *input* e della debole domanda di prodotti industriali. In prospettiva, le dinamiche a breve termine, come le variazioni della media mobile a tre mesi e gli effetti base al rialzo nei prossimi mesi, suggeriscono un ulteriore contenimento delle spinte al ribasso sui prezzi alla produzione in questo settore.

Anche gli indicatori delle indagini segnalano una tendenza alla stabilizzazione della dinamica dei prezzi a livello di produzione. Per quanto riguarda l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in febbraio sono aumentati ancora tutti gli indici relativi alle indagini sui prezzi (cfr. figura 42). In particolare,

**Figura 41 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 42 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.

quello dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero, che in ottobre aveva già superato il livello soglia di 50 (un valore superiore a 50 indica un aumento dei prezzi, un valore inferiore una diminuzione), è salito oltre 60 in febbraio. L'indice corrispondente per il settore dei servizi è aumentato gradualmente nei mesi estivi e autunnali del 2009 e, da novembre, si è stabilizzato a un livello appena superiore a 50, a indicare che i costi degli *input* per i fornitori di servizi sono rimasti in larga misura stabili. Gli indici dei prezzi applicati nei settori manifatturiero e dei servizi hanno continuato ad aumentare negli ultimi tre mesi, rimanendo però al di sotto di 50 in febbraio. Ciò segnala che le imprese in media stanno riducendo i prezzi, sebbene più lentamente che in precedenza. Considerati complessivamente, gli andamenti recenti desunti dalle indagini dei prezzi degli *input* e di vendita suggeriscono che i margini di profitto delle imprese rimangono contenuti agli inizi del 2010.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

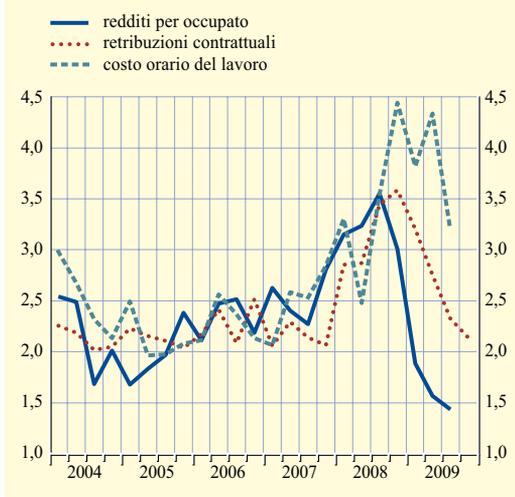
Da dicembre 2009 si sono resi disponibili numerosi indicatori del costo del lavoro per il terzo trimestre del 2009 i quali segnalano che esso ha continuato a moderarsi nel terzo trimestre confermando la tendenza cominciata alla fine del 2008. In certa misura, i forti cali osservati nei tassi di crescita dei redditi per occupato rispecchiano sia il rallentamento delle retribuzioni orarie, sia la riduzione delle ore lavorate. L'interazione fra questi due elementi aiuta pertanto a spiegare le differenze osservate nelle dinamiche tendenziali delle retribuzioni contrattuali, dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro (cfr. figura 43 e tavola 7).

La dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, il solo indicatore del costo del lavoro attualmente disponibile per il quarto trimestre del 2009, è scesa al 2,1 per cento in tale periodo, dal 2,3 per cento del trimestre precedente. Il dato dell'area dell'euro è ora sostanzialmente in linea con i tassi osservati durante il periodo 2004-07, ma è ancora elevato in considerazione

della situazione del mercato del lavoro. Ciò è possibile in quanto tale indicatore include numerose

Figura 43 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

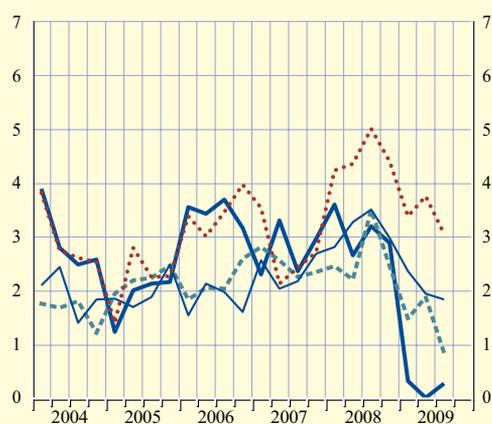
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 44 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

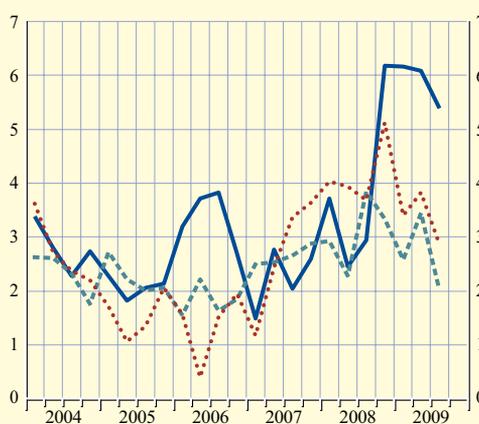
## Redditi per occupato

— 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.

contrattazioni salariali avvenute nel 2008, quando il mercato del lavoro era molto più teso. Ciononostante, il recente calo ha confermato che la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro mantiene l'andamento flettente seguito dagli inizi del 2009.

In prospettiva, è probabile che nei prossimi trimestri la dinamica delle retribuzioni contrattuali si atteni ulteriormente, in quanto i nuovi contratti che sostituiscono gradualmente i vecchi prevedono aumenti salariali più contenuti sia per il settore privato sia per quello pubblico.

La moderazione salariale è visibile anche nel tasso di crescita dei redditi per occupato, decelerato all'1,4 per cento nel terzo trimestre, dall'1,6 nel trimestre precedente. La scomposizione settoriale indica che il calo della dinamica dei redditi per occupato nel terzo trimestre è stato generalizzato, con decelerazioni leggermente più pronunciate registrate nei settori delle costruzioni e dei servizi di mercato (cfr. figura 44). I bruschi cali osservati lo scorso anno sono pertanto continuati e nel terzo trimestre hanno registrato il valore più basso dall'inizio dell'unione monetaria. Tra il terzo trimestre del 2008 e quello corrispondente del 2009 la dinamica delle retribuzioni per occupato è scesa di 2,2 punti percentuali. Nello stesso periodo, la crescita delle retribuzioni contrattuali è diminuita in misura minore, di 1,1 punti percentuali. La maggiore diminuzione delle retribuzioni per occupato ha rispecchiato sia il calo dei giorni lavorativi per occupato, sia l'inerzia salariale durante questo periodo, dato che le imprese, a causa del rallentamento economico, hanno aggiustato gli incrementi salariali al ribasso diminuendo gli elementi flessibili di retribuzione<sup>1)</sup>.

Il tasso di variazione del costo orario di lavoro nell'area dell'euro è diminuito in misura significativa nel terzo trimestre del 2009 al 3,2 per cento, dal 4,3 nel periodo precedente. Nonostante

1) Il termine "inerzia salariale" si riferisce alla parte di crescita delle retribuzioni per occupato che non è riconducibile alle retribuzioni contrattuali e/o ai contributi sociali.

il rallentamento, il tasso di crescita rimane elevato in confronto sia ai tassi osservati prima della recessione, sia agli altri indicatori del costo del lavoro. In parte, la persistente e sostenuta crescita del costo orario riflette i tassi di incremento più elevati previsti dagli accordi salariali prima della crisi. Tuttavia, essa rispecchia anche le varie misure adottate al fine di ridurre le ore lavorate per addetto in diversi paesi dell'area, in quanto tale riduzione spesso determina un decremento meno che proporzionale della remunerazione del lavoro. Poiché l'industria ha risentito in modo particolare di queste misure, nel terzo trimestre del 2009 l'incremento sui dodici mesi del costo orario del lavoro è stato massimo in questo settore. Esso è cresciuto del 5,4 per cento nell'industria, rispetto a un aumento del 2,9 per cento nelle costruzioni e del 2,0 per cento nei servizi di mercato.

Dopo il minimo storico registrato nel primo trimestre del 2009, la crescita della produttività dell'area dell'euro, pur rimanendo negativa, ha mostrato continui miglioramenti nei trimestri successivi, rispecchiando l'aggiustamento ritardato dell'occupazione agli andamenti della crescita del prodotto. Nel terzo trimestre del 2009 la produttività per occupato si è contratta del 2,1 per cento in termini annuali, con un decremento di 1,0 punti percentuali inferiore al calo del secondo trimestre dell'anno. Questa flessione meno pronunciata, insieme al rallentamento della crescita dei redditi per occupato, ha contribuito ad attenuare la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto, scesa dal 4,9 al 3,6 per cento fra il secondo e il terzo trimestre 2009.

In prospettiva, gli ulteriori cali attesi dell'occupazione, unitamente a un graduale miglioramento dell'attività economica, potrebbero determinare il ritorno alla crescita positiva della produttività nel corso del 2010. Tale ripresa, insieme ai continui cali della dinamica delle retribuzioni per occupato, dovrebbe pertanto contribuire a un'ulteriore riduzione del tasso di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel 2010.

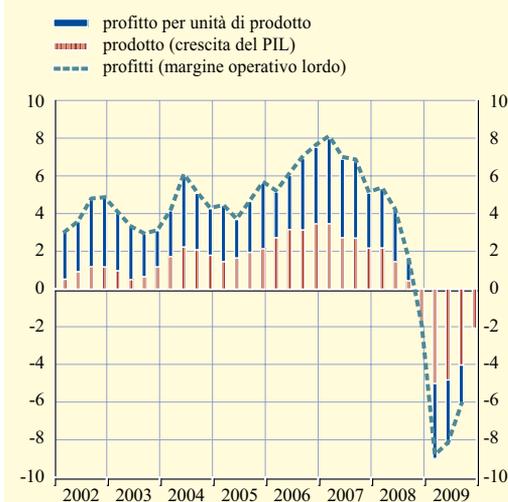
### 3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Come stimato dai conti nazionali trimestrali, nel terzo trimestre del 2009 i profitti societari dell'area dell'euro sono calati del 6,1 per cento sull'anno precedente, registrando un rallentamento della contrazione rispetto alla prima metà del 2009. Il calo è stato determinato da una flessione dell'attività economica (volume) e da una riduzione dei profitti per unità di volume (margine per unità di prodotto), cfr. figura 45. Questi ultimi hanno subito pressioni al ribasso soprattutto a causa dell'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, sostenuta dai salari relativamente elevati e dalle politiche di *labour hoarding* adottate dalle imprese nell'area dell'euro durante la recente recessione.

Per quanto concerne gli andamenti nei principali comparti (industria e servizi di mercato), i dati disponibili indicano che la contrazione dei profitti nell'industria è stata particolarmente pronunciata, registrando un calo sull'anno precedente di oltre il 26 per cento nel terzo trimestre del 2009. Tuttavia, tale andamento rappresenta un'attenuazione del peggioramento rispetto alla flessione sui dodici mesi prossima al 35 per cento nel secondo trimestre del 2009 (cfr. figura 46). Il calo più accentuato nell'industria riflette una contrazione più brusca dell'attività in questo settore così come un maggiore incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. La crescita dei profitti nell'industria tende ad aumentare durante le fasi cicliche di ripresa e a diminuire in misura più marcata durante i rallentamenti. Un calo dei profitti nell'industria sull'anno precedente era stato osservato per l'ultima volta a metà del 2003. Per contro, il calo dei profitti nei servizi di mercato sull'anno precedente iniziato nel primo trimestre del 2009 e continuato nel terzo trimestre è stato il primo registrato dall'inizio della serie nel 1996.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 46 Andamenti dei profitti nell'area dell'euro nei principali comparti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Guardando oltre i dati di contabilità nazionale disponibili, il calo del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe contribuire al recupero dei margini di profitto rispetto ai livelli contenuti nei primi tre trimestri del 2009. Tuttavia, a causa della natura volatile e della contrazione senza precedenti osservata recentemente, le prospettive per i profitti sono particolarmente incerte.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

L'inflazione dovrebbe collocarsi intorno all'1,0 per cento a breve termine e mantenersi su livelli contenuti nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda all'interno e all'esterno dell'area dell'euro, ci si aspetta che l'evoluzione complessiva dei prezzi, dei costi e dei salari rimanga moderata. Le proiezioni macroeconomiche di marzo 2010 formulate dagli esperti della BCE prevedono un tasso di inflazione compreso fra lo 0,8 e l'1,6 per cento nel 2010 e fra lo 0,9 e il 2,1 nel 2011. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di dicembre formulate dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 è stato aggiustato marginalmente al ribasso, mentre quello per il 2011 marginalmente al rialzo (cfr. riquadro 8).

I rischi per queste prospettive permangono sostanzialmente bilanciati. Essi sono connessi, in particolare, agli ulteriori andamenti dell'attività economica e all'evoluzione dei prezzi delle materie prime. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero essere maggiori di quanto atteso attualmente, a causa della necessità di consolidamento fiscale dei prossimi anni.

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

*Nel quarto trimestre del 2009 l'attività economica ha continuato a crescere nell'area dell'euro, sostenuta dalla ripresa dell'economia mondiale, dai significativi interventi di stimolo macroeconomico e dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. La prima stima dell'Eurostat indica che negli ultimi tre mesi del 2009 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo aver segnato un incremento dello 0,4 nel terzo trimestre. Gli indicatori disponibili segnalano che il processo di recupero nell'area dell'euro procede, ma è probabile che rimanga discontinuo.*

*In prospettiva, la crescita del PIL nell'area dell'euro dovrebbe restare moderata nell'anno in corso, in quanto è probabile che il basso grado di utilizzo della capacità produttiva freni gli investimenti e le prospettive deboli per il mercato del lavoro rallentino i consumi. Inoltre, proseguirà il processo di risanamento dei bilanci in atto in vari settori, sia all'interno che all'esterno dell'area.*

*Tale valutazione si riflette nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro, formulate nel marzo 2010 dagli esperti della BCE, che collocano la crescita annuale del PIL reale in un intervallo fra lo 0,4 e l'1,2 per cento nel 2010 e fra lo 0,5 e il 2,5 nel 2011. Rispetto alle proiezioni elaborate nel dicembre 2009 dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010 è stato lievemente assottigliato, mentre quello per il 2011 è stato rivisto leggermente al rialzo, soprattutto in seguito al rafforzamento dell'attività a livello mondiale. I rischi per tali prospettive permangono sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato dal protrarsi del clima di incertezza.*

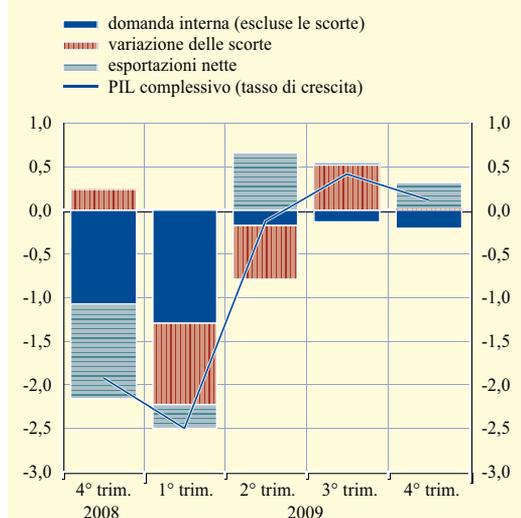
### 4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

Nell'ultimo trimestre del 2009 l'attività economica ha continuato a espandersi nell'area dell'euro, sebbene a un ritmo più lento rispetto al periodo fra luglio e settembre dello stesso anno. Secondo la prima stima dell'Eurostat, nell'ultimo trimestre del 2009 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,1 per cento sul periodo precedente, a fronte dello 0,4 registrato nei tre mesi precedenti. La ripresa della crescita negli ultimi due trimestri del 2009 ha fatto seguito a una contrazione del PIL per cinque trimestri consecutivi (cfr. figura 47).

Il tasso di incremento del PIL reale nell'ultimo trimestre del 2009 è stato determinato quasi interamente da un contributo positivo delle esportazioni nette, pari a 0,3 punti percentuali, mentre il contributo della domanda interna al netto delle scorte è rimasto negativo. Questo contributo negativo, pari a 0,2 punti percentuali, ha rispecchiato l'invarianza dei consumi privati e il calo degli investimenti e dei consumi pubblici. Le variazioni delle scorte non hanno inciso sulla crescita del PIL nell'ultimo trimestre, dopo aver apportato un contributo di 0,5 punti percentuali nel trimestre precedente. Il moderato incremento su base trimestrale del PIL negli ultimi tre

**Figura 47 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.

mesi del 2009 conferma l'attesa che il processo di recupero potrebbe essere discontinuo. I dati delle indagini congiunturali segnalano che la crescita del PIL reale sul periodo precedente dovrebbe rimanere positiva nel periodo fra gennaio e marzo 2010.

Nonostante il ritorno a una crescita positiva su base trimestrale, il PIL è diminuito in termini reali (per la prima volta nella storia dell'area dell'euro) del 4,1 per cento nel complesso del 2009, dopo essere aumentato dello 0,6 nell'anno precedente. Questa netta contrazione del PIL ha rispecchiato, in particolare, un effetto di trascinamento fortemente negativo dal 2008, anno in cui la flessione dell'economia era già iniziata. Il riquadro 6 ripercorre il concetto di effetto di trascinamento e mostra quale impatto eserciterà sul tasso di crescita nell'anno in corso.

#### Riquadro 6

### L'EFFETTO DI TRASCINAMENTO SULLA CRESCITA MEDIA ANNUA DEL PIL IN TERMINI REALI

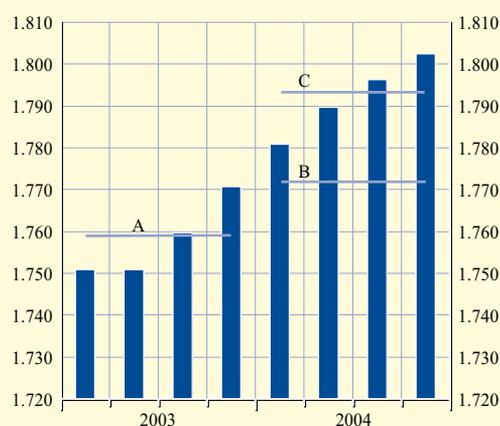
In questo riquadro si richiama il concetto di "effetto di trascinamento" e se ne evidenzia la rilevanza ai fini dell'interpretazione delle dinamiche di crescita nel 2009 e delle prospettive per il 2010<sup>1)</sup>.

Il tasso di crescita medio annuo del PIL reale per un determinato anno deriva dalle dinamiche di crescita sia in quell'anno particolare, sia in quello precedente, ossia dal cosiddetto "effetto di trascinamento". Quest'ultimo evidenzia di quanto il PIL crescerebbe in un dato anno se tutti i tassi di crescita trimestrali di quell'anno fossero stati uguali a zero (il che equivale a ipotizzare che i valori trimestrali del PIL in quell'anno siano rimasti sullo stesso livello di quelli del quarto trimestre dell'anno precedente). Le dinamiche di crescita nell'arco dell'anno considerato corrispondono pertanto semplicemente alla differenza fra il tasso di crescita medio annuo e l'effetto di trascinamento.

A titolo esemplificativo per illustrare l'utilizzo di tale concetto, la figura A riporta il profilo del livello del PIL trimestrale dell'area dell'euro nel 2003 e nel 2004. Le linee A e C rappresentano i dati medi effettivi del PIL per il 2003 e 2004 rispettivamente, mentre la linea B corrisponde al livello medio del PIL nel 2004 calcolato nell'ipotesi che tutti i tassi di crescita trimestrali di quell'anno fossero stati pari a zero (ossia che tali livelli trimestrali fossero rimasti pari a quello registrato nel quarto trimestre 2003). La differenza percentuale fra A e C corrisponde al tasso medio di crescita nel 2004 (1,9 per cento), quella fra A e B all'effetto di trascinamento (0,7 per cento) e quella fra B e C alle dinamiche della crescita nel 2004 (1,2 per cento). Questi tassi di crescita corrispondono inoltre alle medie storiche calcolate per il periodo dal 1981 al 2009. L'effetto di trascinamento mediamente positivo riflette il fatto che

Figura A Livello del PIL reale dell'area dell'euro nel 2003 e nel 2004

(miliardi di euro a prezzi del 2000; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: dati destagionalizzati e parzialmente corretti per il numero di giorni lavorativi.

1) Cfr. i riquadri 6 e 8 nei numeri di, rispettivamente, dicembre 2001 e marzo 2005 del Bollettino mensile.

il PIL evidenzia per lo più una tendenza al rialzo. L'effetto di trascinamento spiega, in media, oltre un terzo della crescita annua del PIL.

La figura B riporta la crescita media annua del PIL fra il 1981 e il 2009, scomposta in base all'effetto di trascinamento e alle dinamiche di crescita nell'arco di ciascun anno. Viene inoltre mostrato l'effetto di trascinamento per il 2010.

Nel 2008 le dinamiche di crescita annue sono risultate negative (-0,1 per cento), e il valore positivo della crescita annua (pari allo 0,5 per cento) è ascrivibile interamente dall'effetto di trascinamento proveniente dal profilo della crescita nel 2007 (0,7 per cento).

Un'ulteriore osservazione concerne la flessione senza precedenti del 2009, quando il PIL si è contratto del 4,0 per cento. Sia l'effetto di trascinamento (-1,7 per cento), sia le dinamiche di crescita per quell'anno (-2,3 per cento) sono risultate negative. In effetti, il calo era già iniziato nel 2008, ed è proseguito nel 2009, specie nella prima metà dell'anno.

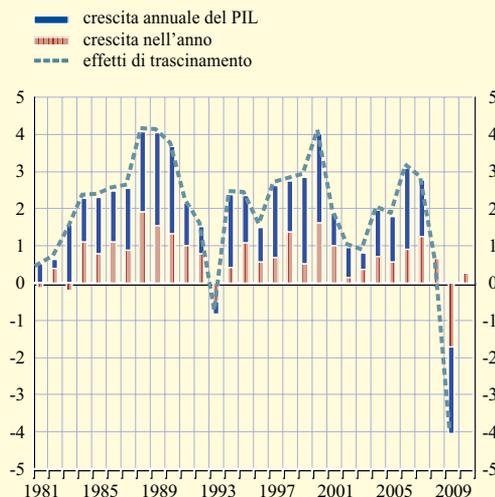
Si stima che l'effetto di trascinamento della crescita del 2009 su quella per il 2010 sia pari allo 0,3 per cento<sup>2</sup>. Benché inferiore alla media storica, tale valore è comunque positivo, a indicare che il PIL ha ricominciato ad aumentare nel corso del 2009. In base alle previsioni e alle stime formulate dalle organizzazioni internazionali e dal settore privato, la crescita media annua del PIL nel 2010 dovrebbe collocarsi fra lo 0,7 e l'1,3 per cento (cfr. il riquadro 8 sulle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE). Ciò comporta che le attese riguardo alle dinamiche di crescita per l'anno si situino fra lo 0,4 e l'1,0 per cento. Se è vero che questo intervallo è inferiore alla media dell'1,2 per cento registrata negli ultimi trent'anni, è altrettanto vero che esso evidenzia le attese di un proseguimento del movimento al rialzo del PIL iniziato nel 2009. Lo stesso vale per le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, in base alle quali la crescita del PIL in termini reali nel 2010 dovrebbe essere ricompresa fra il 0,4 e l'1,2 per cento.

È degno di nota che le stime preliminari della crescita del PIL in termini reali per il quarto trimestre 2009, pari allo 0,1 per cento, siano risultate inferiori al valore atteso da molti previsori. Ciò potrebbe causare una revisione al ribasso di alcune previsioni relative alla crescita annua del PIL in termini reali per il 2010. Ad esempio, l'indagine condotta da Euro Zone Barometer a metà febbraio, prima della pubblicazione della stima preliminare per il quarto trimestre, segnalava una crescita del PIL sul trimestre precedente pari allo 0,4 per cento nel quarto trimestre 2009, e quindi un effetto di trascinamento dello 0,5 per cento. Di conseguenza, il dato relativamente debole del quarto trimestre (dello 0,1 per cento) comporta un effetto meccanico al ribasso di circa 0,2 punti percentuali sulla crescita media annua del PIL in termini reali per il 2010.

2) Tale stima potrebbe variare a seguito della prossima pubblicazione dei conti annuali, che potrebbe contenere revisioni.

**Figura B** Crescita annuale del PIL dell'area, effetti di trascinamento e crescita nell'anno

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono destagionalizzati e corretti per l'effetto delle giornate lavorative.

## CONSUMI PRIVATI

Nel quarto trimestre del 2009 i consumi privati sono rimasti invariati, dopo essere diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre. Questi dati confermano che i consumi privati sono rimasti deboli, dopo le decise contrazioni registrate alla fine del 2008 e all'inizio del 2009. Secondo gli indicatori più recenti, la spesa per consumi si è mantenuta su livelli contenuti all'inizio del 2010.

Diversi fattori hanno frenato la spesa per consumi negli ultimi trimestri. Una determinante fondamentale dello scarso dinamismo dei consumi è stata la debolezza del reddito disponibile reale delle famiglie. Nell'ultimo anno vari andamenti hanno influenzato la dinamica di tale reddito. Da un lato, essa è stata sostenuta dall'incremento dei redditi nominali che, pur avendo rallentato nel 2009, sono rimasti su tassi di crescita relativamente elevati (cfr. sezione 3.3). Inoltre, il livello molto contenuto dell'inflazione armonizzata nel 2009 ha contribuito a rafforzare la crescita del reddito in termini reali. Dall'altro, il reddito disponibile reale ha risentito negativamente del calo del numero di occupati, che ha esercitato un effetto frenante sui redditi da lavoro e quindi sui consumi. La spesa per consumi è stata frenata non solo dalla debolezza del reddito disponibile delle famiglie, ma anche dall'incertezza riguardo alle prospettive di occupazione, dal calo delle quotazioni degli immobili residenziali e dalle perdite di ricchezza finanziaria accumulate nel tempo. Inoltre, le condizioni applicate al credito al consumo sono state notevolmente inasprite a seguito del rallentamento economico, anche se l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione dei fidi è diminuito nel corso del 2009 (cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2010 di questo Bollettino). Questi fattori hanno determinato una netta accelerazione del tasso di risparmio delle famiglie nell'ultimo anno. In base ai conti integrati dell'area dell'euro, il tasso di risparmio delle famiglie è salito nel terzo trimestre del 2009 al 15,5 per cento, ossia 1,7 punti percentuali al di sopra del livello toccato l'anno precedente.

Il profilo temporale dei consumi è stato influenzato anche dagli incentivi governativi alla rottamazione delle vecchie autovetture per acquistarne di nuove. Gli effetti degli incentivi, che hanno stimolato i consumi nei primi trimestri del 2009, sono in gran parte diminuiti nell'ultimo periodo dell'anno e all'inizio del 2010, dato che gli incentivi fiscali sono stati progressivamente revocati in diversi paesi dell'euro. Ciò è evidente dal rallentamento delle immatricolazioni di nuove autovetture, diminuite dal 12,2 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2009 al 2,8 e all'1,2 per cento rispettivamente nel terzo e quarto trimestre dell'anno. Tale andamento ha influenzato ampiamente la dinamica delle vendite al dettaglio, qualora in esse si includano le immatricolazioni di autovetture. Nell'ultimo trimestre del 2009 il tasso di crescita delle vendite al dettaglio, comprese le immatricolazioni di autovetture, è rimasto invariato, mentre nel trimestre precedente si era collocato allo 0,2 per cento. Per contro, le vendite al dettaglio al netto delle immatricolazioni di autovetture sono diminuite sia nel terzo che nel quarto trimestre del 2009, sostanzialmente allo stesso tasso. Il progressivo venir meno degli effetti degli incentivi fiscali all'acquisto di autovetture suggerisce che la spesa per consumi risentirà di spinte al ribasso nei prossimi mesi. Tale prospettiva è stata finora corroborata dalle poche informazioni a ora disponibili concernenti la dinamica dei consumi all'inizio del 2010. In gennaio le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite dell'8,5 per cento rispetto al mese precedente, mentre le vendite al dettaglio sono calate dello 0,3 (cfr. figura 48).

Il clima di fiducia dei consumatori, sospinto da una valutazione più positiva della situazione economica generale e delle prospettive di occupazione, è migliorato dall'inizio del 2009 fino a dicembre dello stesso anno. Rispetto alle precedenti fasi di ripresa, tuttavia, secondo la stessa indagine,

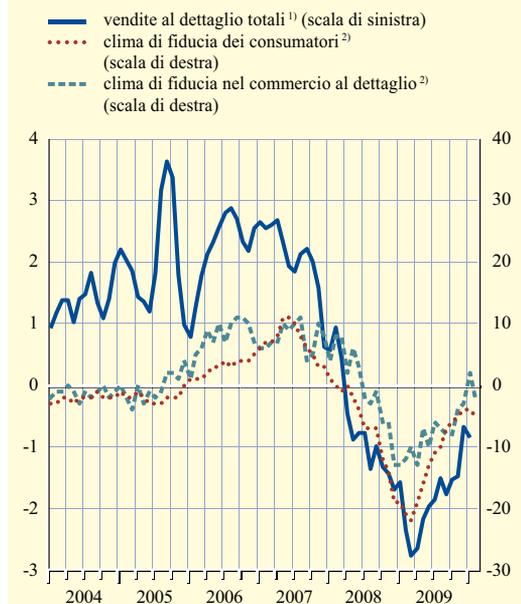
le prospettive di occupazione sono migliorate in misura minore. Inoltre, pur essendo migliorato, il livello di fiducia prevalente alla fine del 2009 era ancora al di sotto della sua media di lungo periodo dal 1985. Per quanto riguarda gli andamenti più recenti, nel febbraio 2010 il clima di fiducia dei consumatori è peggiorato per la prima volta in dieci mesi. Tale peggioramento ha fatto seguito al livello stabile del mese precedente, fornendo un'ulteriore indicazione di una battuta d'arresto nel miglioramento evidenziato dalla fiducia dei consumatori dall'inizio del 2009. Ciò suggerisce che i consumatori nell'area dell'euro sono attualmente incerti riguardo al vigore e alla sostenibilità della ripresa economica. Nel complesso, il clima di fiducia dei consumatori, pur essendo un indicatore relativamente modesto delle variazioni dei consumi rispetto al periodo precedente, ha fornito un'indicazione piuttosto affidabile sulle linee di tendenza dell'andamento dei consumi. Il riquadro 7 illustra come viene costruito l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea e valuta la sua utilità nel misurare la dinamica dei consumi privati.

In prospettiva, la crescita dei consumi privati dovrebbe rimanere contenuta per tutto il 2010.

Ci si aspetta che il reddito disponibile reale delle famiglie risenta della riduzione dei redditi da lavoro in termini reali, conseguente al calo dell'occupazione, anche se il basso livello di inflazione e i trasferimenti delle amministrazioni pubbliche dovrebbero sostenere il reddito reale. Allo stesso tempo, un ulteriore incremento del tasso di risparmio sembra meno probabile.

**Figura 48 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



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

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

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

#### Riquadro 7

### L'INDICE DEL CLIMA DI FIDUCIA DEI CONSUMATORI NELL'AREA DELL'EURO: ELABORAZIONE, UTILITÀ E ANDAMENTI RECENTI

In questo riquadro viene illustrato il processo di elaborazione dell'indice del clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro della Commissione europea (DG ECFIN) e si valuta la sua utilità nell'analizzare gli andamenti della spesa delle famiglie misurata dai consumi privati. Vengono inoltre messe a confronto la ripresa attuale e quella dei consumi privati del 1993.

#### L'elaborazione dell'indice della fiducia dei consumatori

Con cadenza mensile l'indagine presso i consumatori condotta dalla Commissione europea son-  
da il settore delle famiglie con domande sia retrospettive sia prospettive riguardo, fra l'altro, le proprie condizioni finanziarie, il mercato del lavoro e la situazione economica. Per gran parte

**Correlazione tra la crescita dei consumi privati e la fiducia dei consumatori  
(1° trim. 1985 - 4° trim. 2009)**

	sul periodo corrispondente	sul trimestre precedente
Fiducia dei consumatori	0,72	0,47
Posizione finanziaria delle famiglie	0,81	0,53
Situazione economica generale	0,74	0,53
Disoccupazione (di segno inverso)	0,59	0,37
Risparmio	0,53	0,31
Acquisti di importo rilevante	0,87	0,53

Fonti: Eurostat, Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: benché i quesiti del sondaggio si riferiscano a periodi futuri, la tavola riporta le correlazioni coincidenti, in quanto tendono a essere più elevate delle correlazioni con la fiducia dei consumatori ritardata.

dei quesiti gli intervistati possono scegliere fra sei risposte qualitative possibili<sup>1)</sup>. Le risposte a ciascuna domanda sono sintetizzate in termini di un saldo percentuale basato sulla quota di intervistati che hanno scelto le varie risposte (ad esclusione di quelle “nessuna variazione” e “non so”). L’indice del clima di fiducia dei consumatori è calcolato come media aritmetica dei saldi relativi alle quattro domande prospettiche, di cui due si riferiscono alle aspettative riguardo alla situazione personale e due alle aspettative riguardo l’evoluzione economica aggregata in un determinato paese<sup>2)</sup>.

**L’utilità dell’indice nella valutazione della crescita dei consumi nell’area dell’euro**

Uno dei principali vantaggi dell’indice del clima di fiducia dei consumatori è la sua tempestività. I dati sono infatti disponibili mensilmente, alla fine del periodo di segnalazione cui si riferiscono. Anche per quanto riguarda la media trimestrale ciò comporta ad esempio un anticipo di otto-nove settimane rispetto alla pubblicazione dei dati trimestrali sui consumi privati. Di recente il DG ECFIN ha introdotto una stima preliminare di questo indice per l’area dell’euro, anticipando di circa dieci giorni la disponibilità dei primi dati.

Nel complesso, l’indice della fiducia dei consumatori fornisce un’indicazione abbastanza accurata dell’evoluzione tendenziale dei consumi, alla luce della sua elevata correlazione con il tasso di crescita dei consumi sull’anno precedente (coefficiente pari a 0,72, cfr. la tabella), mentre la sua correlazione con le variazioni, più volatili, sul trimestre precedente dei consumi nell’area dell’euro è molto più bassa (0,47).

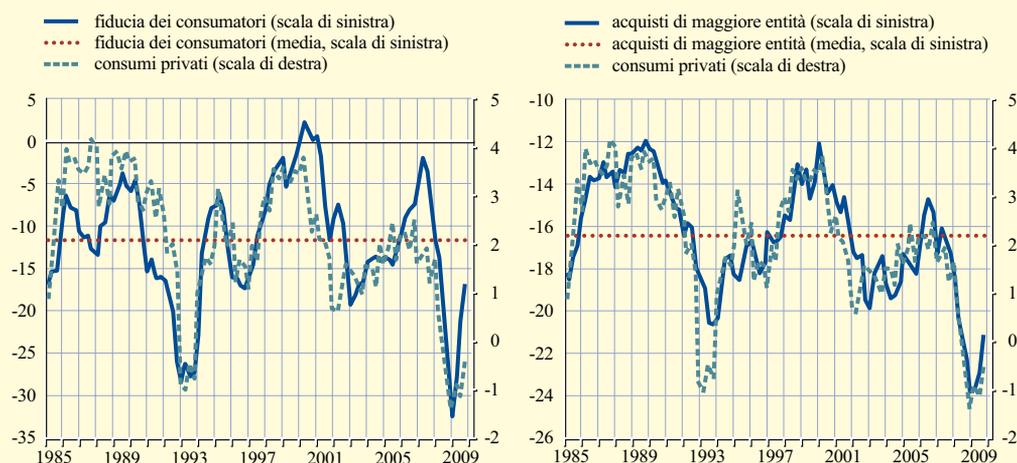
A presentare la correlazione più elevata con la crescita dei consumi sull’anno precedente è la valutazione della posizione finanziaria futura delle famiglie, mentre quella relativa ai risparmi è caratterizzata dalla correlazione più bassa. Degno di nota è il fatto che un’altra domanda dell’indagine non considerata ai fini dell’indice della fiducia dei consumatori, ossia il quesito relativo ai progetti di acquisto di maggiore entità, presenti una correlazione ancora più elevata della fiducia

1) Le risposte possibili sono tipicamente le seguenti: a) considerevole miglioramento; b) leggero miglioramento; c) nessuna variazione; d) leggero peggioramento; e) considerevole peggioramento; f) non so.

2) Le domande sono le seguenti: 1) Secondo Lei, come evolverà la situazione finanziaria del suo nucleo familiare nei prossimi dodici mesi?; 2) Secondo Lei, come evolverà la situazione economica generale del paese nei prossimi dodici mesi?; 3) Secondo Lei, come evolverà il numero di disoccupati nel paese nei prossimi dodici mesi?; e 4) Secondo Lei, qual è la probabilità che riuscirà a risparmiare?

**Figura A Consumi privati, fiducia dei consumatori e acquisti di importo rilevante**

(saldo percentuale; crescita percentuale sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati del sondaggio per il 1° trimestre del 2010 sono stati stimati sulla base dei risultati di gennaio e febbraio dello stesso anno

dei consumatori e delle sue singole componenti<sup>3)</sup>. L'alto grado di comovimento fra la crescita annua dei consumi, la fiducia dei consumatori e gli acquisti importanti è illustrato nella figura A.

### Gli andamenti recenti e il raffronto con la ripresa del 1993

Sebbene agli inizi del 2010 la fiducia dei consumatori sia rimasta ancora al di sotto della media di lungo periodo, la figura A mostra che dall'inizio del 2009 la fiducia è andata aumentando, dopo il protratto calo iniziato nella prima metà del 2007. I consumi, tuttavia, non hanno recuperato altrettanto terreno, e il divario fra consumi e clima di fiducia è risultato insolitamente ampio nel terzo trimestre del 2009. Al riguardo, è opportuno ricordare che di recente il profilo della crescita dei consumi è stato pesantemente influenzato dagli incentivi fiscali volti a innalzare le vendite di autoveicoli in alcuni paesi. Se da un lato tali provvedimenti fiscali hanno avuto un impatto positivo sui consumi intorno a metà 2009, dall'altro è probabile che, a causa della propria revoca, essi abbiano prodotto effetti negativi verso la fine dello scorso anno e all'inizio del 2010. È possibile che queste misure temporanee siano colte solo in parte dall'indice del clima di fiducia. Inoltre, la rapidità e la gravità senza precedenti della recente contrazione potrebbero aver influenzato la relazione fra il saldo percentuale che indica la fiducia dei consumatori e la crescita annua dei consumi, e hanno indubbiamente creato difficoltà statistiche nella compilazione degli indicatori macroeconomici (ad esempio per quanto riguarda le correzioni stagionali e quelle per le giornate lavorative). Pertanto, le ultime stime della crescita dei consumi potrebbero essere suscettibili di revisioni maggiori del consueto. La figura B riporta la fiducia dei consumatori, i contributi forniti dalle sue componenti e la crescita annua dei consumi per i periodi intorno ai minimi ciclici del secondo trimestre del 1993 e del primo trimestre del 2009, rispettivamente.

3) "Rispetto agli ultimi dodici mesi, progetta di spendere più o meno per grandi acquisti (mobili, apparecchiature elettriche/elettroniche, ecc.) nei dodici mesi a venire?"

Le implicazioni dell'ultimo miglioramento della fiducia dei consumatori possono essere analizzate alla luce degli andamenti della fiducia stessa nel secondo trimestre 1993, quando i tassi di crescita annua scesero in territorio negativo in una misura analoga a quella osservata nel primo trimestre 2009 (ossia a circa il -1,0 per cento). Durante la ripresa, furono le valutazioni riguardo alla disoccupazione e alla situazione economica generale che alimentarono la fiducia dei consumatori. Il fattore più influente alla base delle decisioni di consumo delle famiglie furono pertanto le opinioni circa lo stato generale dell'economia all'origine della migliorata fiducia, e non quelle sulla situazione individuale delle famiglie. Ciò è per certi versi sorprendente, poiché ci si attenderebbe che le opinioni circa la propria situazione personale siano le migliori determinanti dei punti di svolta e del recupero dei consumi. Per altri versi, è possibile che le aspettative riguardo allo stato complessivo dell'economia riflettano meglio gli andamenti ciclici rispetto a quelle riguardo la situazione personale.

L'evoluzione della fiducia dei consumatori e delle sue componenti successivamente al più recente punto di svolta della crescita dei consumi nel primo trimestre 2009 non è significativamente diversa da quella che fece seguito al minimo toccato il secondo trimestre 1993. Anche questa volta sono state le opinioni sullo stato generale dell'economia a spiegare l'aumento della fiducia. Tuttavia, il miglioramento delle valutazioni sull'occupazione risultava, fino al primo trimestre 2010, inferiore a quella osservata nel corso della ripresa precedente.

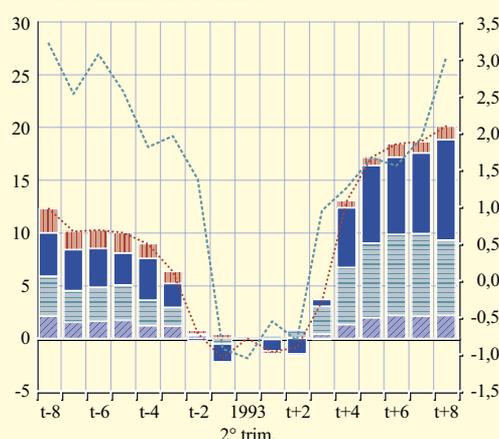
Nelle circostanze attuali è probabilmente troppo presto per determinare se gli andamenti recenti della fiducia dei consumatori siano il segnale di un vero e proprio punto di svolta della crescita dei consumi. Tuttavia, a meno che questi ultimi si contraggano ulteriormente, i tassi di crescita sull'anno precedente dovrebbero aumentare a causa degli effetti base una volta che i tassi di crescita modesti o negativi sul trimestre precedente registrati nel 2009 usciranno dal calcolo dei tassi di crescita sull'anno precedente. In ogni caso, la rapidità e il vigore della ripresa dei consumi sono

**Figura B Consumi privati, fiducia dei consumatori e relative componenti**

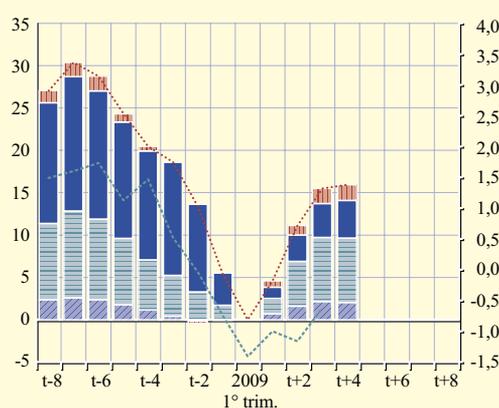
(saldo percentuale; crescita percentuale sul periodo corrispondente)

- disoccupazione (di segno inverso, scala di sinistra)
- risparmio (scala di sinistra)
- situazione economica generale (scala di sinistra)
- posizione finanziaria delle famiglie (scala di sinistra)
- fiducia dei consumatori (scala di sinistra)
- consumi privati (scala di destra)

Valore minimo nel 2° trim. 1993



Valore minimo nel 1° trim. 2009



Fonti: Eurostat, Direzione generale per gli affari economici e finanziari della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la fiducia dei consumatori è stata riportata su base zero nei trimestri in cui la crescita dei consumi sul periodo corrispondente ha toccato il minimo, ossia nel 2° trimestre del 1993 e nel 1° trimestre del 2009. Le componenti della fiducia sono indicate come contributi alla fiducia complessiva. I dati del sondaggio per il 1° trimestre del 2010 sono stati stimati sulla base dei risultati di gennaio e febbraio dello stesso anno.

assai incerte, considerati l'indebolimento atteso dell'impatto prodotto dagli incentivi fiscali all'acquisto di autoveicoli, il fatto che la fiducia dei consumatori sia ancora inferiore alla sua media di lungo termine e le deboli prospettive dei mercati del lavoro. Inoltre, l'indice relativo ai grandi acquisti ha evidenziato un rialzo minore di quello del clima di fiducia complessivo dei consumatori.

### INVESTIMENTI

Negli ultimi tre mesi del 2009 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti su base trimestrale dello 0,8 per cento, dopo aver segnato un calo dello 0,9 nel terzo trimestre. Gli investimenti si stanno contraendo dal secondo trimestre del 2008 per effetto di una domanda debole, una bassa fiducia delle imprese, una crescita degli utili negativa, un grado di utilizzo storicamente basso della capacità produttiva e un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito. Nonostante le ulteriori flessioni registrate nella seconda metà del 2009, la dinamica recente segnala un sensibile miglioramento, soprattutto in considerazione dei cali molto consistenti osservati durante la fase di flessione dell'economia. Ad esempio, nel primo trimestre del 2009 gli investimenti sono diminuiti del 5,4 per cento rispetto al trimestre precedente, in cui avevano già subito un'ampia contrazione.

È più facile comprendere i dati relativi agli investimenti aggregati analizzando separatamente le due componenti principali degli investimenti fissi lordi: le costruzioni e i beni diversi dalle costruzioni. Gli investimenti in costruzioni, che comprendono gli edifici residenziali e commerciali e rappresentano circa la metà di quelli totali, risentono fortemente della dinamica dei mercati immobiliari. La crescita degli investimenti in costruzioni si è collocata in territorio negativo dal secondo trimestre del 2008 in ragione di un eccesso di capacità produttiva in alcuni paesi, di vincoli finanziari e del rallentamento dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali. La moderata dinamica delle quotazioni degli immobili ha reso meno redditizi gli investimenti in immobili residenziali, con conseguente riduzione degli investimenti in costruzioni. Passando agli andamenti più recenti, nella prima metà del 2009 i prezzi degli immobili residenziali sono calati nell'area dell'euro, a seguito delle consistenti correzioni avvenute nei paesi dove gli incrementi dei prezzi delle case erano stati più pronunciati negli anni fino al 2005. Il calo delle quotazioni delle case nell'area dell'euro è stato associato al consistente *stock* accumulato di offerta di abitazioni e alla debolezza della domanda (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3 nel numero di febbraio 2010 di questo Bollettino).

In prospettiva, le concessioni di permessi edilizi suggeriscono che lo scarso dinamismo del mercato immobiliare si protrarrà, in quanto nel terzo trimestre del 2009 il numero di permessi rilasciati è continuato a calare in misura consistente. È probabile pertanto che l'aggiustamento in atto nei mercati immobiliari nell'area dell'euro continuerà a gravare sugli investimenti in costruzioni nei prossimi trimestri. Inoltre, le condizioni meteorologiche estreme che hanno colpito diversi paesi dell'area al volgere dell'anno hanno probabilmente ostacolato le attività edilizie in misura considerevole. Tali conseguenze dovrebbero riflettersi sui dati relativi agli investimenti in costruzioni nell'ultimo trimestre del 2009 e nel primo del 2010. In aggiunta, nonostante il calo dei tassi sui mutui ipotecari, le condizioni finanziarie non sono state complessivamente favorevoli, dato che l'ultima indagine sul credito bancario ha evidenziato un ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione del credito applicati ai mutui ipotecari, sebbene a un ritmo più contenuto rispetto alle precedenti indagini.

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

hanno reso più costosi e meno disponibili i finanziamenti. Tuttavia, nel terzo trimestre del 2009 (la scomposizione dei dati per l'ultimo trimestre non è ancora disponibile) gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono calati solo dello 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente.

Nei prossimi trimestri la dinamica di questi investimenti dovrebbe mostrare ulteriori segni di miglioramento ma restare generalmente moderata, a causa del basso grado di utilizzo della capacità produttiva e delle deboli prospettive per la domanda interna e la crescita degli utili. Il grado di utilizzo della capacità produttiva, pur essendo lievemente migliorato fino a gennaio, è rimasto comunque ben al di sotto della sua media sul lungo periodo. Un ulteriore fattore che potrebbe influenzare le spese in conto capitale è il costo e la disponibilità dei finanziamenti. Nel complesso, il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è diminuito, così come l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito da parte delle banche. Tuttavia, la dinamica dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie rimane su livelli estremamente modesti (cfr. sezione 2).

In termini storici, la ripresa degli investimenti è stata particolarmente lenta e graduale nei periodi in cui un rallentamento economico è stato aggravato da una crisi finanziaria <sup>1)</sup>. Nel complesso, gli investimenti aggregati dell'area dell'euro dovrebbero restare deboli nei prossimi trimestri.

#### CONSUMI PUBBLICI

Nei primi tre trimestri del 2009 la crescita dei consumi pubblici, a differenza di altre componenti della domanda interna, è rimasta piuttosto vivace. Tuttavia, dopo essere aumentati dello 0,8 per cento nel terzo trimestre, i consumi pubblici sono calati dello 0,1 nell'ultimo trimestre rispetto a quello precedente. La dinamica relativamente più vigorosa nella prima parte del 2009 è stata determinata dal fatto che diverse voci di spesa delle amministrazioni pubbliche, come i salari del settore pubblico, non hanno risentito direttamente degli andamenti ciclici. Tuttavia, il sostegno dei consumi pubblici alla domanda interna è venuto meno nel quarto trimestre e dovrebbe rimanere modesto nel 2010.

#### SCORTE

Dopo gli ampi contributi negativi alla contrazione del PIL nella prima metà del 2009, le scorte hanno contribuito positivamente alla crescita trimestrale del PIL nel terzo trimestre, ma non nel quarto. Nella prima metà del 2009 la flessione dell'economia è stata accentuata dall'andamento ciclico delle scorte, in base al quale le imprese, notando un calo pronunciato e possibilmente prolungato della domanda, tendono a smaltire le giacenze riducendo la produzione in maniera decisa poiché cercano di mantenere il rapporto fra scorte e vendite su un livello ottimale. Tuttavia, la correzione al ribasso delle scorte tende alla fine a rallentare per prevenire un eccessivo calo del rapporto non appena le vendite ricominciano ad aumentare.

Sulla scia del rapido decumulo delle scorte e della ripresa dell'attività economica, c'è stato un rallentamento del ritmo di decumulo nel terzo trimestre del 2009 e, di conseguenza, le scorte hanno apportato un contributo positivo, pari a 0,5 punti percentuali, alla crescita del PIL in termini reali. Secondo i dati di contabilità nazionale, tuttavia, nell'ultimo trimestre del 2009 il ritmo di decumulo è rimasto costante, per cui le variazioni delle scorte non hanno fornito alcun contributo all'incremento del PIL.

In prospettiva, sia le indagini sia i riscontri aneddotici suggeriscono in misura crescente che il livello delle scorte sarebbe basso secondo le percezioni delle imprese, sia della produzione che del commercio. Di conseguenza, le scorte forniranno probabilmente un ulteriore contributo positivo alla crescita del PIL nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2010. L'entità del contributo, però,

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

rimane altamente incerta poiché dipende dalla rapidità con cui la domanda si riprenderà e le imprese rivedranno le attese circa le prospettive future.

#### **COMMERCIO ESTERO**

La ripresa economica mondiale ha rafforzato il commercio internazionale, pertanto nella seconda metà del 2009 è aumentata la domanda di beni e servizi dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, anche le importazioni dell'area dell'euro hanno segnato un recupero a seguito della ripresa dell'attività nell'area e, in particolare, dell'aumento della produzione industriale.

Dopo una brusca contrazione verso la fine del 2008 e all'inizio del 2009, e un ulteriore calo, sebbene di minore entità, nel secondo trimestre del 2009, le esportazioni e le importazioni sono aumentate su base trimestrale rispettivamente del 2,9 e del 2,8 per cento nel terzo trimestre. La ripresa del commercio si è attenuata nell'ultimo trimestre del 2009, quando le esportazioni e le importazioni hanno segnato un incremento rispettivamente dell'1,7 e dello 0,9 per cento. Poiché la decelerazione delle importazioni è stata più sensibile, il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL nell'area è stato di 0,3 punti percentuali nell'ultimo trimestre del 2009. La ripresa delle esportazioni e delle importazioni nella seconda metà del 2009 è stata generalizzata e ha interessato tutte le principali categorie di prodotti. In particolare, le esportazioni e le importazioni di beni intermedi, che erano state la determinante fondamentale del precedente calo dei flussi commerciali, hanno segnato forti incrementi.

In prospettiva, gli indicatori delle indagini segnalano che l'economia mondiale è avviata sul sentiero di recupero. È probabile che ciò determini un'accelerazione della domanda dei prodotti dell'area, in particolare quelli intermedi e di investimento, che, a sua volta, dovrebbe sostenere le imprese orientate alle esportazioni. Per contro, poiché ci si attende che la ripresa nell'area segua con un certo ritardo il recupero dell'attività economica mondiale, la dinamica delle importazioni dovrebbe essere lievemente più lenta rispetto a quella delle esportazioni. Di conseguenza, è probabile che nei prossimi trimestri l'interscambio netto apporti contributi positivi, ancorché modesti, alla crescita del PIL nell'area dell'euro.

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

L'attività considerata in termini di valore aggiunto mostra che la crescita economica non è stata generalizzata fra i settori e che l'espansione nella seconda metà del 2009 è stata sospinta principalmente dal settore industriale. Nel settore dei servizi la crescita è stata nulla nel terzo trimestre e modesta nel quarto, mentre in quello delle costruzioni ha continuato a contrarsi in entrambi i trimestri. I risultati delle indagini suggeriscono un ulteriore modesto incremento del valore aggiunto all'inizio del 2010.

Le condizioni nel mercato del lavoro hanno seguito a deteriorarsi nella seconda metà del 2009 (cfr. la seguente sezione sul mercato del lavoro). Nel terzo trimestre del 2009 la crescita dell'occupazione ha mostrato una flessione dello 0,5 per cento sul periodo precedente e al volgere dell'anno la disoccupazione nell'area ha raggiunto il 9,9 per cento.

#### **PRODOTTO PER SETTORE**

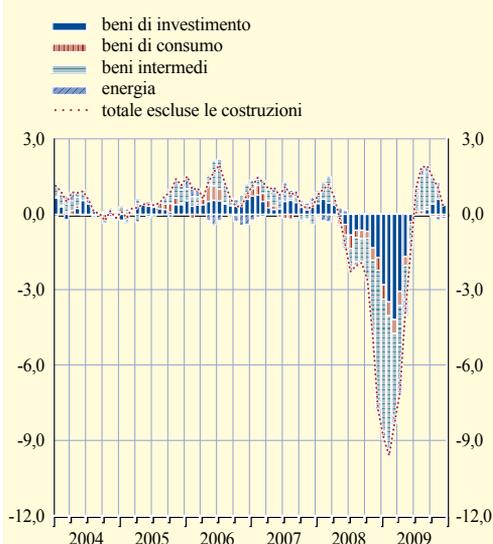
L'attività industriale è stata la determinante fondamentale dell'incremento del valore aggiunto totale nella seconda metà del 2009. Dopo essersi contratto per cinque trimestri consecutivi, il valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentato del 2,3 e dello 0,3 per cento rispettivamente nel terzo e quarto trimestre dell'anno.

L'incremento del valore aggiunto nel settore industriale ha rispecchiato l'andamento della produzione industriale, che nel terzo trimestre del 2009 ha segnato un aumento dell'1,9 per cento sul periodo precedente, ma solo dello 0,2 nell'ultimo trimestre, in seguito a un consistente calo sul mese precedente in dicembre (cfr. figura 49). Per quanto concerne i principali settori industriali, nella seconda metà del 2009, la produzione è aumentata soprattutto nei settori dei beni intermedi e di investimento, mentre è rimasta debole in quello dei beni di consumo. Le differenze fra settori non sono incompatibili con uno stadio ancora iniziale della ripresa, che normalmente mostra una crescita più robusta nel settore dei beni intermedi. A seguito dell'incremento dell'attività, nel gennaio 2010 il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria è salito al 72,4 per cento. Questo livello, tuttavia, rimane ben al di sotto della sua media di lungo periodo pari all'81,5 per cento. Secondo l'indagine della Commissione europea sulle imprese, nella seconda metà del 2009 i limiti alla produzione si sono lievemente allentati, in ragione dei minori vincoli esercitati dalla domanda insufficiente e dai fattori finanziari, pur rimanendo su livelli elevati. In prospettiva, i dati aggiornati provenienti dalle indagini congiunturali suggeriscono che all'inizio del 2010 la crescita nel settore industriale è rimasta positiva (cfr. figura 50). In febbraio l'indice PMI per il settore manifatturiero è aumentato ulteriormente a 57, al di sopra del suo livello medio prima della recessione, indicando un ritmo sostenuto di espansione in questo comparto. Un'ulteriore espansione è stata segnalata anche da altri indicatori del clima di fiducia delle imprese e dai riscontri aneddotici.

Negli ultimi trimestri l'attività nel settore delle costruzioni ha seguito a contrarsi. Il valore aggiunto delle costruzioni è diminuito sul periodo precedente dell'1,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2009, un tasso sostanzialmente in linea con i cali registrati nei tre trimestri precedenti, ma meno

**Figura 49 Crescita della produzione industriale e contributi**

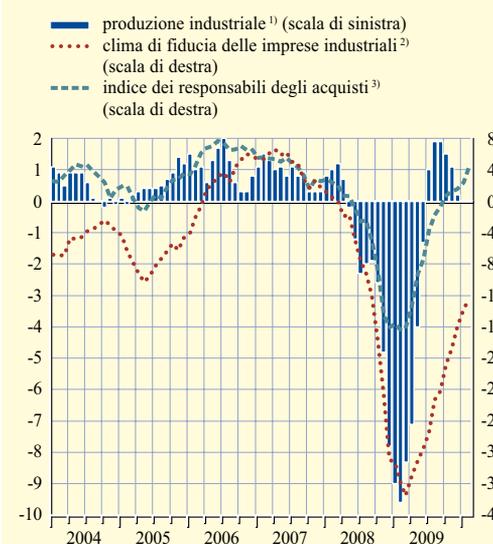
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

**Figura 50 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 sui tre mesi precedenti.  
2) Saldi percentuali.  
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

negativo rispetto a quello registrato alla fine del 2008. La dinamica del valore aggiunto in questo settore ha evidenziato differenze relativamente consistenti a livello nazionale, con cali più marcati nei paesi in cui la rilevanza delle costruzioni in termini di PIL era aumentata in modo significativo prima delle turbolenze finanziarie. Nel complesso, l'andamento di questo settore ha continuato a essere sospinto dagli aggiustamenti nei mercati immobiliari, come descritto in precedenza. Ciò è corroborato anche dai risultati dei due principali comparti, l'edilizia privata e le opere del Genio civile, che si sono differenziati in misura considerevole. Il primo, che comprende sia gli immobili residenziali che quelli commerciali, è stato caratterizzato da una forte contrazione, mentre il secondo ha segnato un recupero, anche per aver beneficiato degli interventi di stimolo statali.

Nel corso della flessione dell'economia, l'attività nel settore dei servizi ha evidenziato una maggiore tenuta rispetto ad altri comparti, dato che i servizi risentono degli andamenti congiunturali in misura nettamente inferiore rispetto al settore manifatturiero e a quello delle costruzioni. Il valore aggiunto nei servizi, dopo essere diminuito alla fine del 2008 e all'inizio del 2009, è rimasto su livelli contenuti negli ultimi trimestri. Dapprima ha segnato una lieve crescita nel secondo trimestre del 2009, quindi ha ristagnato nel trimestre successivo, per poi aumentare dello 0,1 per cento nell'ultimo trimestre dell'anno. Le informazioni disponibili sui principali comparti mostrano che, dopo i bruschi cali osservati verso la fine del 2008 e l'inizio del 2009, per ora il valore aggiunto si sarebbe solo sostanzialmente stabilizzato nel commercio e nei trasporti, oltre che nei servizi di intermediazione finanziaria e alle imprese, che tendono a essere le sottocomponenti più cicliche e volatili. In prospettiva, i dati pubblicati recentemente indicano che all'inizio del 2010 il settore dei servizi stia crescendo a un ritmo moderato.

## MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro si sono deteriorate ulteriormente negli ultimi due trimestri del 2009, in quanto la dinamica dell'occupazione spesso risponde in ritardo alle oscillazioni del ciclo economico. Nel corso del rallentamento economico, l'occupazione ha iniziato a diminuire nel settore delle costruzioni prima che nei comparti dell'industria, dei servizi e delle amministrazioni pubbliche. Ciò è in parte connesso all'eccesso di capacità produttiva nel settore delle costruzioni in alcuni paesi e al fatto che tale comparto occupa in genere lavoratori con contratti a tempo determinato, circostanza che agevola l'adeguamento dei livelli occupazionali alle mutate

**Tavola 8 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	-0,9	-1,1
Industria	1,3	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7	-1,7	-1,8
Escluse le costruzioni	0,3	-0,1	-0,5	-1,1	-1,5	-1,8	-1,7
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	-0,2
Finanziari e alle imprese	4,0	2,3	0,0	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	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.

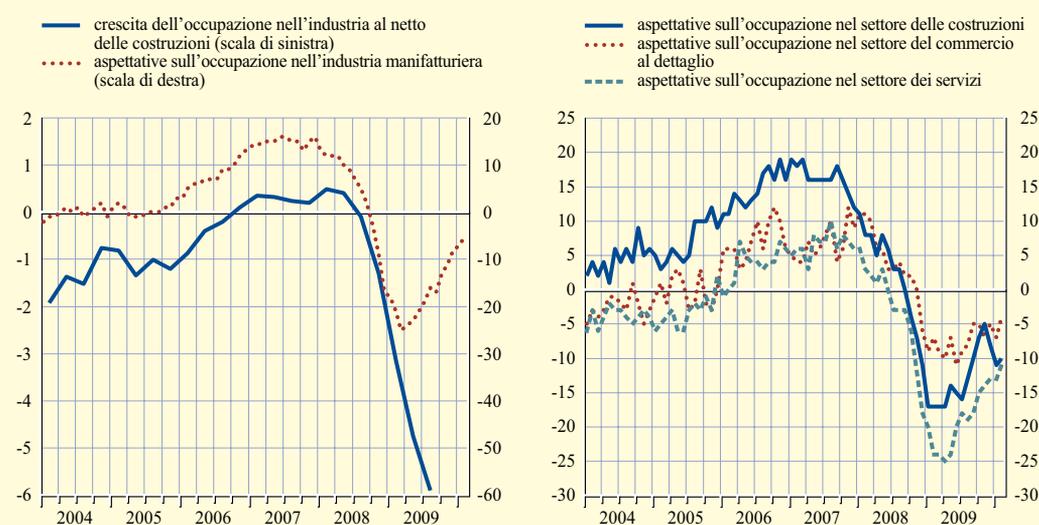
condizioni economiche. Successivamente, la soppressione dei posti di lavoro ha interessato anche il settore industriale e, in misura nettamente inferiore, quello dei servizi (cfr. tavola 8).

Con il dispiegarsi della recessione economica, in molti paesi dell'area dell'euro sono state attuate diverse strategie al fine di preservare la stabilità dell'occupazione. Tali strategie, fra cui l'adozione di orari di lavoro più flessibili, la riduzione generalizzata del ricorso agli straordinari, nonché alcuni specifici provvedimenti governativi a sostegno dell'occupazione, hanno permesso di ridurre le ore lavorate pro capite ed evitare un più netto calo del numero di occupati, agevolando il processo di adeguamento dei livelli occupazionali rispetto alla contrazione della domanda. Sembra che l'occupazione nell'area dell'euro abbia mostrato una relativa capacità di tenuta nell'intero periodo di recessione, se considerata a fronte del significativo calo osservato nell'attività economica. Tale adeguamento è stato ottenuto ricorrendo prevalentemente alla riduzione delle ore lavorate pro capite, piuttosto che attraverso un forte incremento della disoccupazione. E' importante comunque sottolineare che si sono registrate notevoli differenze fra gli andamenti del mercato del lavoro nei vari paesi dell'area.

I dati per il terzo trimestre del 2009 hanno confermato un rallentamento del tasso di riduzione dell'occupazione nell'area dell'euro. L'occupazione ha registrato una riduzione congiunturale pari allo 0,5 per cento, un decremento uguale a quello registrato nel secondo trimestre, ma inferiore alla contrazione dello 0,7 per cento segnata all'inizio dell'anno. A livello settoriale, l'industria e le costruzioni si confermano i comparti che contribuiscono maggiormente al calo dell'occupazione. Mentre nell'industria in senso stretto nel terzo trimestre il tasso di contrazione, pari all'1,7 per cento, è inferiore a quello registrato nel periodo precedente, nel settore delle costruzioni la dinamica dell'occupazione mostra un ulteriore peggioramento, dopo alcuni segni di miglioramento registrati nel secondo trimestre. Per contro, nel settore dei servizi l'occupazione si è ridotta di solo un decimo di punto percentuale su base trimestrale, un tasso analogo a quello del trimestre precedente (cfr. figura 51).

**Figura 51 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

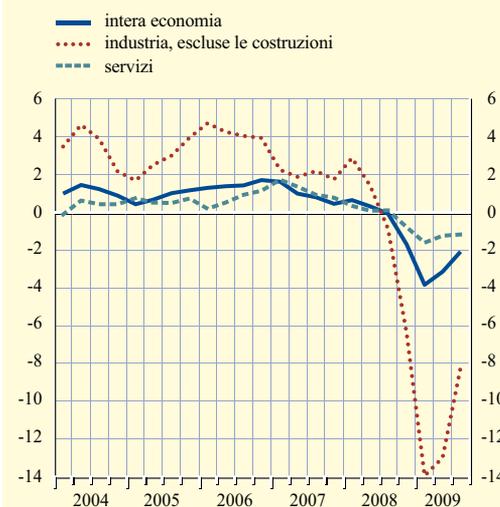
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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 52 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

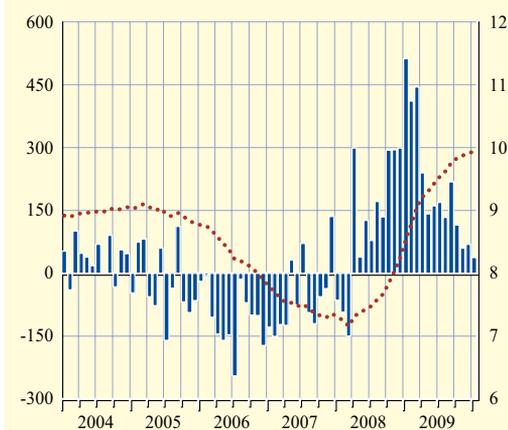


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 53 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)

— variazioni mensili in migliaia (scala di sinistra)  
 ..... in percentuale delle forze di lavoro (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

Insieme alla ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro, le perdite di posti di lavoro negli ultimi trimestri hanno contribuito a segnare un rallentamento dell'andamento decrescente della produttività. La produttività aggregata dell'area dell'euro (misurata in termini di prodotto per occupato) sui 12 mesi è comunque diminuita del 2,1 per cento nel terzo trimestre, ma tale tasso corrisponde a un sostanziale miglioramento rispetto alle contrazioni eccezionali registrate nella prima metà dell'anno (cfr. figura 52). Più di recente, gli ultimi indicatori delle indagini suggeriscono che la produttività ha continuato a migliorare nel quarto trimestre.

Gli ultimi dati hanno mostrato una temporanea interruzione dell'aumento del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro al volgere dell'anno. In gennaio il tasso di disoccupazione è rimasto al 9,9 per cento, come nei due mesi precedenti, dopo una revisione al ribasso di 0,1 punti percentuali del dato relativo al dicembre 2009 (cfr. figura 53). In prospettiva, gli indicatori delle indagini sono migliorati dai loro minimi, ma suggeriscono tuttora che ulteriori aumenti della disoccupazione nell'area dell'euro sono probabili nei prossimi mesi, seppur a un ritmo minore rispetto a quello osservato e atteso all'inizio del 2009.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, la crescita del PIL nell'area dell'euro dovrebbe rimanere moderata nell'anno in corso, in quanto è probabile che il basso grado di utilizzo della capacità produttiva freni gli investimenti e le prospettive deboli per il mercato del lavoro rallentino i consumi. Inoltre, proseguirà il processo di risanamento dei bilanci in atto in vari settori, sia all'interno che all'esterno dell'area. Tale valutazione è altresì in linea con le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate nel marzo 2010 dagli esperti della BCE, che collocano la crescita annuale del PIL reale in un intervallo fra lo 0,4 e l'1,2 per cento nel 2010 e fra lo 0,5 e il 2,5 nel 2011 (cfr. riquadro 8). Rispetto alle proiezioni elaborate nel dicembre 2009 dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo per il 2010

è stato lievemente assottigliato, mentre quello per il 2011 è stato rivisto leggermente al rialzo, soprattutto in seguito al rafforzamento dell'attività a livello mondiale.

I rischi per tali prospettive sono considerati sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato dal protrarsi del clima di incertezza. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, il clima di fiducia potrebbe migliorare più delle attese e sia l'economia mondiale sia il commercio con l'estero potrebbero recuperare più intensamente del previsto. Inoltre, gli effetti delle ampie azioni di stimolo macroeconomico attualmente in corso e delle altre misure di politica economica adottate potrebbero risultare superiori alle attese. Per quanto concerne i rischi verso il basso, sussistono timori per la possibilità di una più marcata o prolungata interazione 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 rinnovate tensioni in alcuni segmenti del mercato finanziario, nonché di una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

#### Riquadro 8

### PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 19 febbraio 2010, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Di riflesso alle prospettive di ripresa dell'economia mondiale, il tasso annuo di crescita del PIL in termini reali registrerebbe un graduale incremento situandosi in un intervallo dello 0,4-1,2 per cento nel 2010 e dello 0,5-2,5 per cento nel 2011. L'inflazione aumenterebbe lievemente nell'orizzonte temporale considerato, dallo 0,8-1,6 per cento del 2010 allo 0,9-2,1 per cento del 2011, con l'intensificarsi della ripresa.

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

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime energetiche e non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato fino al 12 febbraio 2010<sup>2)</sup>. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a 3 mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio complessivo dei tassi di interesse a breve termine dello 0,9 per cento nel 2010 e dell'1,7 l'anno seguente. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,0 per cento nel 2010 e del 4,5 nel 2011. Lo scenario di base delineato dalle proiezioni tiene conto del recente ulteriore miglioramento delle condizioni di finanziamento e ipotizza che i differenziali dei tassi sui pre-

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel settembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

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

stiti bancari rispetto ai tassi menzionati si stabilizzino o si riducano in qualche misura nell'orizzonte temporale di proiezione. Allo stesso modo, i criteri di erogazione del credito dovrebbero allentarsi nel periodo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 12 febbraio, si assume che le quotazioni del petrolio siano pari in media a 75,1 dollari al barile nel 2010 e a 79,8 l'anno seguente. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 18,4 per cento nel 2010 e di un ulteriore 2,7 per cento nel 2011.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale della proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 12 febbraio. Ciò implica che il cambio euro/dollaro rimanga pari a 1,38 nell'intero periodo di riferimento e che il tasso di cambio effettivo dell'euro si deprezzi in media del 2,6 per cento nel 2010 e di un ulteriore 0,2 per cento nel 2011.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 12 febbraio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

#### **Ipotesi relative al contesto internazionale**

Le prospettive per l'economia mondiale mostrano segni crescenti di miglioramento a partire dal punto di svolta attorno alla metà del 2009. Nel breve periodo il recupero dell'attività dovrebbe essere ancora determinato principalmente dall'impatto degli interventi di stimolo monetario e fiscale, dalla normalizzazione del commercio e dal ciclo delle scorte. Sebbene alcuni di questi fattori abbiano effetti temporanei, ci si attende che le migliori condizioni di finanziamento forniscano un sostegno più duraturo alla continua ripresa prevista per l'economia mondiale. La crescita globale dovrebbe rimanere complessivamente inferiore ai livelli passati nell'intero arco temporale della proiezione, poiché le economie avanzate in particolare registrano un recupero modesto che rispecchia l'esigenza di un risanamento dei bilanci a seguito della crisi. Per il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ipotizza una crescita media del 4,2 per cento nel 2010 e del 4,0 nel 2011. Di riflesso alla significativa ripresa del commercio internazionale, la crescita della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe aumentare al 6,9 per cento nel 2010 e al 5,4 nel 2011. Il più elevato tasso di crescita annua previsto per il 2010 rispecchia un maggiore effetto di trascinamento statistico dal 2009 e cela il fatto che, secondo le proiezioni, il ritmo di incremento trimestrale dell'economia mondiale dovrebbe essere in realtà più sostenuto nel 2011 che nell'anno in corso.

#### **Proiezioni sulla crescita del PIL**

Dopo una grave recessione, nell'ultimo trimestre del 2009 l'area dell'euro ha registrato il secondo periodo consecutivo di crescita positiva del PIL in termini reali. Le evidenze disponibili suggeriscono che la ripresa è stata trainata dalle esportazioni, dopo il recupero del commercio mondiale. Vi hanno inoltre contribuito fattori temporanei, quali i pacchetti di stimolo fiscale e il ciclo delle scorte. Per il graduale venir meno dell'impatto di questi fattori, l'espansione del PIL nel 2010 dovrebbe restare moderata, anche se l'attività sarà progressivamente sostenuta dalle esportazioni e dalla domanda interna in lento recupero, di riflesso agli effetti ritardati delle azioni di politica monetaria e dei notevoli sforzi intesi a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Per il 2011 ci si attende che la ripresa si consolidi. La crescita dovrebbe rimanere inferiore ai livelli

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue) <sup>1),2)</sup>

	2009	2010	2011
IAPC	0,3	0,8-1,6	0,9-2,1
PIL in termini reali	-4,0	0,4-1,2	0,5-2,5
Consumi privati	-1,0	-0,3-0,5	0,2-2,0
Consumi collettivi	2,5	0,1-1,1	0,2-1,6
Investimenti fissi lordi	-10,8	-3,1- -0,5	-1,1-2,9
Esportazioni (beni e servizi)	-13,0	3,2-7,6	1,4-7,8
Importazioni (beni e servizi)	-11,6	1,9-5,7	0,7-6,5

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

2) I dati si riferiscono a tutti i 16 paesi dell'area dell'euro.

antecedenti la recessione tenuto conto dell'esigenza di risanamento dei bilanci in diversi settori, dell'effetto di contenimento sui consumi esercitato dalle prospettive sfavorevoli per il mercato del lavoro e del risparmio precauzionale ancora elevato. Inoltre gli investimenti privati, seppure in aumento nell'arco temporale considerato, dovrebbero risentire negativamente dell'alto grado di sottoimpiego della capacità produttiva e della prospettiva di una domanda contenuta. Complessivamente, dopo essere diminuito del 4,0 per cento nel 2009, il PIL in termini reali dovrebbe registrare un incremento dello 0,4-1,2 per cento nel 2010 e dello 0,5-2,5 nel 2011. Nondimeno, poiché le stime della crescita potenziale annua sono anch'esse inferiori rispetto al periodo precedente la recessione, si prevede un calo dell'*output gap* nell'orizzonte temporale di riferimento.

### Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Dopo avere toccato un minimo al -0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è tornata in territorio positivo nel quarto trimestre dell'anno. Questo andamento è ascrivibile in prevalenza ai forti effetti base derivanti dai passati ribassi dei prezzi delle materie prime. In gennaio l'inflazione è salita all'1,0 per cento e dovrebbe mantenersi prossima a questo livello nei mesi successivi. Per il periodo seguente se ne prevede un progressivo incremento, di riflesso al graduale miglioramento atteso per l'attività economica, in un contesto di crescita del prodotto potenziale ancora modesta. Il tasso di inflazione si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dello 0,8-1,6 per cento nel 2010 e dello 0,9-2,1 per cento nel 2011. La crescita dei redditi per addetto dovrebbe rimanere bassa, frenata dalla perdurante debolezza del mercato del lavoro. Poiché si prevede che l'occupazione continui a diminuire ancora per qualche tempo, i risultanti guadagni di produttività concorrerebbero a una significativa riduzione del tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto rispetto ai livelli elevati del 2009. Ciò dovrebbe a sua volta consentire una moderata crescita dei margini di profitto e un parziale recupero delle perdite subite nel 2009. Il tasso di variazione annuale dello IAPC al netto dei beni energetici scenderebbe ulteriormente nel 2010, rispecchiando la debolezza della domanda aggregata, per poi recuperare lievemente nel 2011.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2009

L'intervallo di valori relativo alla crescita del PIL in termini reali nel 2010 si colloca entro quello indicato nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di dicembre 2009 del Bollettino. L'intervallo per il 2011 è stato rivisto lievemente al rialzo,

**Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2009**

(variazioni percentuali; medie annue)

	2009	2010	2011
PIL in termini reali - dicembre 2009	-4,1- -3,9	0,1-1,5	0,2-2,2
PIL in termini reali - marzo 2010	-4,0	0,4-1,2	0,5-2,5
IAPC - dicembre 2009	0,3-0,3	0,9-1,7	0,8-2,0
IAPC - marzo 2010	0,3	0,8-1,6	0,9-2,1

rispecchiando in particolare la più vivace attività a livello mondiale, che dovrebbe favorire le esportazioni dell'area dell'euro e gli investimenti.

Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo per il 2010 è stato corretto lievemente al ribasso rispetto a quello di dicembre; i valori per il 2011 sono stati invece rivisti leggermente verso l'alto, in linea con le migliori prospettive per l'attività.

#### Raffronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e delle altre materie prime e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2010	2011	2010	2011
OCSE	novembre 2009	0,9	1,7	0,9	0,7
FMI	gennaio 2010	1,0	1,6	0,8	0,8
Consensus Economics Forecasts	febbraio 2010	1,3	1,5	1,2	1,5
Survey of Professional Forecasters	febbraio 2010	1,2	1,6	1,3	1,5
Commissione europea	febbraio 2010	0,7	1,5	1,1	1,5
Proiezioni degli esperti della BCE	marzo 2010	0,4-1,2	0,5-2,5	0,8-1,6	0,9-2,1

Fonti: *Interim Forecast* della Commissione europea, febbraio 2010, per i dati concernenti il 2010 e *European Economic Forecast*, autunno 2009, per quelli relativi al 2011; *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2009, per l'inflazione e *World Economic Outlook Update*, gennaio 2010, per la crescita del PIL; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2009; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

Secondo le previsioni diffuse da altre organizzazioni, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe situarsi tra lo 0,7 e l'1,3 per cento nel 2010 e tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011. Per l'inflazione misurata sullo IAPC si prevede un tasso medio annuo dello 0,8-1,3 per cento nel 2010 e dello 0,7-1,5 per cento nel 2011. Pertanto, tali previsioni si collocano in genere entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni degli esperti della BCE.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

*L'anno 2009 è stato caratterizzato da un brusco deterioramento dei saldi di bilancio nell'area dell'euro. Secondo gli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dalla maggior parte dei paesi dell'area tra dicembre 2009 e febbraio 2010, il rapporto tra disavanzo pubblico e PIL dell'area continuerebbe ad aumentare nel 2010. Benché alcuni paesi abbiano annunciato misure correttive per quest'anno, molti altri prevedono di avviare un processo di risanamento dei conti pubblici solo nel 2011. Per preservare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche e scongiurare effetti negativi di propagazione ad altri paesi membri e all'UEM nel suo complesso, è essenziale che i paesi dell'area rispettino pienamente gli impegni assunti nel quadro delle procedure per i disavanzi eccessivi. In particolare, gli sforzi di risanamento di molti paesi dovranno essere ambiziosi e fondati su interventi strutturali credibili e chiaramente definiti, con una particolare attenzione alle riforme della spesa. Per quanto concerne la Grecia, il 16 febbraio 2010 il Consiglio Ecofin ha fissato al 2012 il nuovo termine ultimo per correggere il disavanzo eccessivo di questo paese e ha chiesto allo stesso di elaborare e attuare un insieme completo di interventi strutturali, sui quali presentare rapporti periodici.*

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2009

Nel 2009 le posizioni di bilancio sono nettamente peggiorate nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Secondo gli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati dalla maggior parte dei paesi dell'area dell'euro tra dicembre 2009 e febbraio 2010 (cfr. tavola 9), il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area è più che triplicato, aumentando in rapporto al PIL dal 2,0 per cento nel 2008 al 6,2 nel 2009. Si tratta del più brusco deterioramento di bilancio dall'avvio dell'UEM. Allo stesso tempo il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area in rapporto al PIL è salito dal 69,4 per cento nel 2008 al 78,7 nel 2009. Se si raffrontano i disavanzi del 2009 con gli obiettivi prefissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità pubblicati tra la fine del 2008 e gli inizi del 2009, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro risulta inferiore di 2,8 punti percentuali del PIL. È questa la revisione più importante finora apportata nella storia dei programmi di stabilità.

Analizzando più da vicino gli andamenti a livello nazionale, nel 2009 tre paesi dell'area dell'euro (Grecia, Irlanda e Spagna) hanno registrato rapporti disavanzo/PIL a due cifre. In un secondo gruppo di paesi (Portogallo, Francia, Slovacchia, Belgio, Cipro, Slovenia e Italia) il disavanzo è stato elevato, collocandosi tra il 5 e il 9,5 per cento del PIL. Altri quattro paesi (Paesi Bassi, Malta, Austria e Germania) hanno evidenziato un disavanzo in rapporto al PIL compreso tra il 3 e il 4,9 per cento. Solo in Finlandia e Lussemburgo i disavanzi di bilancio rimangono al di sotto del 3 per cento del PIL. Nel complesso, 14 paesi dell'area dell'euro su 16 hanno riportato nel 2009 disavanzi superiori al valore di riferimento pari al 3 per cento del PIL. Ad eccezione di Cipro, tutti questi sono attualmente sottoposti a procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) (cfr. tavola 10).

L'evoluzione avversa dei conti pubblici è attribuibile principalmente a cinque fattori. Innanzitutto, la crisi finanziaria e il rallentamento economico hanno indotto una flessione del gettito fiscale e un aumento dei trasferimenti sociali (come i sussidi di disoccupazione) attraverso il funzionamento degli stabilizzatori automatici. In secondo luogo, oltre alla stabilizzazione automatica, le entrate hanno risentito negativamente di fattori (come il calo dei prezzi delle attività) che non si rispecchiano nell'andamento dei principali aggregati macroeconomici e che hanno dato luogo a introiti inferiori alle attese. In terzo luogo, mentre il tasso di crescita tendenziale dell'economia dell'area dell'euro è diminuito, l'espansione della spesa da un punto di vista strutturale ha mantenuto il suo slancio. In quarto luogo, in seguito all'approvazione da parte del Consiglio europeo nel dicembre 2008 del piano europeo di ripresa economica, la maggior parte dei governi dell'area dell'euro ha

**Tavola 9 Aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro**

	Tasso di crescita del PIL in termini reali (in percentuale)					Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)					Debito pubblico (in percentuale del PIL)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Belgio</b>															
Aggiornamento del programma (apr. 2009)	1,1	-1,9	0,6	2,3	2,3	-1,2	-3,4	-4,0	-3,4	-2,6	89,6	93,0	95,0	94,9	93,9
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,0	-3,1	1,1	1,7	2,2	-1,2	-5,9	-4,8	-4,1	-3,0	89,8	97,9	100,6	101,4	100,6
<b>Germania</b>															
Aggiornamento del programma (gen. 2009)	1,3	-2,3	1,3	1,3	1,3	-0,1	-3,0	-4,0	-3,0	-2,5	65,5	68,5	70,5	71,5	72,5
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	1,3	-5,0	1,4	2,0	2,0	0,0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	65,9	72,5	76,5	79,5	81,0
<b>Irlanda</b>															
Aggiornamento del programma (gen. 2009)	-1,4	-4,0	-0,9	2,3	3,4	-6,3	-9,5	-9,0	-6,4	-4,8	40,6	52,7	62,3	65,7	66,2
Aggiornamento del programma (dic. 2009)	-3,0	-7,5	-1,3	3,3	4,5	-7,2	-11,7	-11,6	-10,0	-7,2	44,1	64,5	77,9	82,9	83,9
<b>Grecia</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2008)	3,0	1,1	1,6	2,3		-3,7	-3,7	-3,2	-2,6		94,6	96,3	96,1	94,7	
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	2,0	-1,2	-0,3	1,5	1,9	-7,7	-12,7	-8,7	-5,6	-2,8	99,2	113,4	120,4	120,6	117,7
<b>Spagna</b>															
Aggiornamento del programma (gen. 2009)	1,2	-1,6	1,2	2,6		-3,4	-5,8	-4,8	-3,9		39,5	47,3	51,6	53,7	
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	0,9	-3,6	-0,3	1,8	2,9	-4,1	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	39,7	55,2	65,9	71,9	74,3
<b>Francia</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2008)	1,0	0,2	2,0	2,5	2,5	-2,9	-3,9	-2,7	-1,9	-1,1	66,7	69,1	69,4	68,5	66,8
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	0,4	-2,3	1,4	2,5	2,5	-3,4	-7,9	-8,2	-6,0	-4,6	67,4	77,4	83,2	86,1	87,1
<b>Italia</b>															
Aggiornamento del programma (feb. 2009)	-0,6	-2,0	0,3	1,0		-2,6	-3,7	-3,3	-2,9		105,9	110,5	112,0	111,6	
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	-1,0	-4,8	1,1	2,0	2,0	-2,7	-5,3	-5,0	-3,9	-2,7	105,8	115,1	116,9	116,5	114,6
<b>Cipro</b>															
Aggiornamento del programma (feb. 2009)	3,8	2,1	2,4	3,0	3,2	1,0	-0,8	-1,4	-1,9	-2,2	49,3	46,8	45,4	44,2	44,2
n.d.															
<b>Lussemburgo</b>															
Aggiornamento del programma (gen. 2009)	1,0	-0,9	1,4			2,0	-0,6	-1,5			14,4	14,9	17,0		
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	0,0	-3,9	2,5	3,0	2,7	2,5	-1,1	-3,9	-5,0	-4,6	13,5	14,9	18,3	23,9	29,3
<b>Malta</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2008)	2,8	2,2	2,5	2,8		-3,3	-1,5	-0,3	1,2		62,8	61,9	59,8	56,3	
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	2,1	-2,0	1,1	2,3	2,9	-4,7	-3,8	-3,9	-2,9	-2,8	63,6	66,8	68,6	68,0	67,3
<b>Paesi Bassi</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2008)	2,3	1,3	2,0	2,0		1,2	1,2	0,8	1,1		42,1	39,6	38,0	36,2	
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	2,0	-4,0	1,5	2,0	2,0	0,7	-4,9	-6,1	-5,0	-4,5	58,2	62,3	67,2	69,6	72,5
<b>Austria</b>															
Aggiornamento del programma (apr. 2009)	1,8	-2,2	0,5	1,5	2,0	-0,4	-3,5	-4,7	-4,7	-4,7	62,5	68,5	73,0	75,7	77,7
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	2,0	-3,4	1,5	1,5	1,9	-0,4	-3,5	-4,7	-4,0	-3,3	62,6	66,5	70,2	72,6	73,8
<b>Portogallo</b>															
Aggiornamento del programma (gen. 2009)	0,3	-0,8	0,5	1,3		-2,2	-3,9	-2,9	-2,3		65,9	69,7	70,5	70,0	
n.d.															
<b>Slovenia</b>															
Aggiornamento del programma (apr. 2009)	3,5	-4,0	1,0	2,7		-0,9	-5,1	-3,9	-3,4		22,8	30,5	34,1	36,3	
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	3,5	-7,3	0,9	2,5	3,7	-1,8	-5,7	-5,7	-4,2	-3,1	22,5	34,4	39,6	42,0	42,7
<b>Slovacchia</b>															
Aggiornamento del programma (apr. 2009)	6,4	2,4	3,6	4,5	5,1	-2,2	-3,0	-2,9	-2,2	-1,7	27,6	31,4	32,7	32,7	
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	6,4	-5,7	1,9	4,1	5,4	-2,3	-6,3	-5,5	-4,2	-3,0	27,7	37,1	40,8	42,5	42,2
<b>Finlandia</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2008)	2,6	0,6	1,8	2,4	2,2	4,4	2,1	1,1	1,0	0,9	32,4	33,0	33,7	34,1	34,6
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,0	-7,6	0,7	2,4	3,5	4,4	-2,2	-3,6	-3,0	-2,3	34,2	41,8	48,3	52,2	54,4
<b>Area dell'euro</b>															
Aggiornamento del programma (2008-2009)	1,0	-1,2	1,2	1,8		-1,6	-3,4	-3,3	-2,6		67,8	71,5	73,2	73,8	
Aggiornamento del programma (2009-2010)	0,7	-4,0	1,0	2,1	2,3	-2,0	-6,2	-6,6	-5,2	-3,9	69,4	78,7	83,9	86,5	87,3

Fonti: aggiornamenti dei programmi di stabilità (2008-2009 e 2009-2010) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato per l'area dell'euro è calcolato come media ponderata dei dati di tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto, per l'aggiornamento relativo al 2009-2010, Cipro e Portogallo per i quali i programmi non sono ancora disponibili. Per l'aggiornamento relativo al 2009-2010 i tassi di crescita del PIL e il debito 2008 dell'Irlanda sono quelli delle previsioni dell'autunno 2009 della Commissione europea.

Tavola 10 Visione di insieme delle procedure per i disavanzi eccessivi in atto nei paesi dell'area dell'euro

	Saldo di bilancio nel 2009 (in percentuale del PIL)	Inizio del processo di consolidamento	Termine per la correzione	Correzione strutturale media annua raccomandata (in percentuale del PIL)
Belgio	-5,9	2010	2012	3/4
Germania	-3,4	2011	2013	≥ 0,5
Irlanda	-12,5	2010	2014	2
Grecia	-12,7	2010	2012	≥ 3 1/2 nel 2010-11, ≥ 2 1/2 nel 2012
Spagna	-11,2	2010	2013	>1,5
Francia	-8,3	2010	2013	>1
Italia	-5,3	2010	2012	≥ 0,5
Malta	-4,5	2010	2011	3/4
Paesi Bassi	-4,7	2011	2013	3/4
Austria	-4,3	2011	2013	3/4
Portogallo	-8,0	2010	2013	1 1/4
Slovenia	-6,3	2010	2013	3/4
Slovacchia	-6,3	2010	2013	1

Fonte: previsioni della Commissione europea dell'autunno 2009 e raccomandazioni del Consiglio Ecofin del dicembre 2009 e febbraio 2010.

attuato notevoli misure di stimolo di bilancio. Infine, vari paesi hanno adottato provvedimenti di ampio respiro volti a stabilizzare i rispettivi settori finanziari, che hanno inciso sulla posizione debitoria del settore pubblico nel 2009 oppure si sono tradotti in ingenti passività potenziali. Queste ultime costituiscono un rischio di disavanzi maggiori e/o debito più elevato in futuro (cfr. anche l'articolo *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino).

#### ATTUAZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

Il 16 febbraio 2010 il Consiglio Ecofin ha adottato decisioni in merito a due paesi dell'area dell'euro: Malta e Grecia. Quanto a Malta, il Consiglio ha formulato una raccomandazione ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 7, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (di seguito il "Trattato"), prorogando il termine ultimo per correggere il disavanzo eccessivo del paese dal 2010 al 2011 e fissando la scadenza del 16 agosto 2010 per l'adozione di azioni correttive.

Quanto alla Grecia, il Consiglio Ecofin ha emesso un parere sull'aggiornamento del programma di stabilità di questo paese, che prevede una riduzione del disavanzo delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL dal 12,7 per cento nel 2009 all'8,7 nel 2010 e poi al di sotto del 3 per cento nel 2012. Secondo tale aggiornamento, nel 2011 il rapporto tra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL segnerà una sostanziale stabilizzazione. Il parere del Consiglio ha indicato che il programma è sufficientemente ambizioso: il risanamento dei conti pubblici sarebbe anticipato al 2010 e al 2011 con una correzione del disavanzo complessivo rispettivamente di 4,0 e 3,4 punti percentuali del PIL. Tuttavia, pur contemplando alcune misure correttive concrete per il 2010, il programma non prevede alcun intervento dettagliato per il percorso di risanamento relativo al periodo 2011-2013.

Il Consiglio Ecofin ha altresì formulato, ai sensi dell'articolo 121, paragrafo 4, del Trattato, una raccomandazione alla Grecia in riferimento agli indirizzi di massima per le politiche economiche e ha deciso di rendere pubblica tale raccomandazione<sup>1)</sup>. Ha adottato inoltre una decisione ai sensi dell'articolo 126, paragrafo 9, del Trattato, in cui ingiunge alla Grecia di intraprendere azioni intese a correggere il

1) Cfr. *Council Recommendation with a view to ending the inconsistency with the broad guidelines of the economic policies in Greece and removing the risk of jeopardising the proper functioning of the economic and monetary union* (6145/10, 16 febbraio 2010).

disavanzo eccessivo. La raccomandazione stila un elenco delle principali misure strutturali e di bilancio che la Grecia dovrebbe adottare. Si chiede a questo paese di elaborare e attuare, iniziando quanto prima nel 2010, un insieme completo di riforme strutturali radicali. Vi dovrebbero rientrare le riforme dei salari nel settore pubblico e dei sistemi pensionistico e sanitario, nonché misure volte a migliorare l'efficienza dell'amministrazione pubblica, il contesto economico e il funzionamento del mercato di beni e servizi, oltre che a favorire la crescita della produttività e dell'occupazione. In parallelo, la decisione del Consiglio Ecofin ha fissato al 2012 il termine ultimo entro il quale la Grecia dovrà correggere il disavanzo eccessivo; ha affermato inoltre che il percorso di adeguamento verso la correzione del disavanzo eccessivo deve comprendere un aggiustamento strutturale annuo di almeno 3½ punti percentuali del PIL sia nel 2010 sia nel 2011 e quanto meno di 2½ punti percentuali del PIL nel 2012. Inoltre, la decisione ha fissato un calendario dettagliato per l'adozione delle misure previste per il periodo 2010-2012. La Grecia è stata poi invitata a presentare al Consiglio e alla Commissione europea entro il 16 marzo 2010 un rapporto in cui si descrivono nel dettaglio gli interventi con la relativa tempistica di attuazione per conseguire gli obiettivi di bilancio per il 2010. Infine, la Grecia deve riferire periodicamente e in forma pubblica sulle misure adottate, inizialmente con i rapporti del 16 marzo e 15 maggio e in seguito con cadenza trimestrale. Questi obblighi, nonché lo stretto monitoraggio dei progressi compiuti dalla Grecia, rispecchiano gli squilibri di bilancio particolarmente gravi di questo paese nonché il rischio di effetti di propagazione avversi su altri paesi dell'area dell'euro e sull'UEM nel suo complesso. In questo contesto, nella dichiarazione del Consiglio europeo dell'11 febbraio 2010 si è asserito che gli Stati membri dell'area dell'euro adotteranno azioni coordinate e determinate, se necessario, per salvaguardare la stabilità finanziaria nel complesso dell'area.

Il 3 marzo 2010 il governo greco ha annunciato ulteriori misure di risanamento delle finanze pubbliche a carattere permanente per compiere i significativi progressi necessari nel risanamento dei conti pubblici nel 2010. È degno di nota il fatto che le misure comprendano riduzioni della spesa pubblica e adeguamenti salariali nel settore pubblico.

#### **PROGRAMMI DI BILANCIO PER IL 2010 E PER GLI ANNI SUCCESSIVI**

Secondo gli aggiornamenti dei programmi di stabilità finora presentati, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro si innalzerebbe al 6,6 per cento del PIL nel 2010, livello senza precedenti dall'avvio della Terza fase dell'UEM. Ipotizzando una crescita del PIL in termini reali compresa tra il 2 e il 2,5 per cento, il disavanzo in rapporto al PIL si ridurrebbe poi al 5,2 per cento nel 2011 e al 3,9 nel 2012. La maggior parte dei paesi attualmente sottoposti alle PDE prevede di portare il disavanzo al di sotto del valore di riferimento del 3 per cento del PIL entro la scadenza concordata. Il rapporto tra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro aumenterebbe ulteriormente all'83,9 per cento nel 2010, all'86,5 nel 2011 e all'87,3 nel 2012; in vari paesi dell'area dell'euro il rapporto debito/PIL toccherebbe livelli non osservati da decenni.

Nell'ambito della tornata 2009-2010 gli aggiornamenti dei programmi di stabilità sono stati presentati in generale più tardi del consueto, in gennaio o febbraio del 2010 anziché in novembre o dicembre 2009, in base al presupposto che una presentazione posticipata avrebbe consentito ai paesi di tener conto delle conclusioni del Consiglio Ecofin di ottobre 2009 sulla strategia di uscita dalle misure di stimolo di bilancio nonché delle relative decisioni di dicembre sulle PDE (cfr. tavole 9 e 10). Allo stadio attuale, una valutazione generale dei programmi di stabilità suggerisce che in molti casi l'invito a includere dettagli sulle strategie di uscita dalle misure di stimolo e sulle strategie di riequilibrio dei conti non è stato raccolto.

Tutti i paesi devono rispettare lo sforzo di aggiustamento medio annuo stabilito nelle raccomandazioni formulate nel quadro delle PDE per il periodo di correzione e qualunque inosservanza nel

risanamento strutturale durante il periodo 2010-2011 dovrà essere compensata da sforzi di bilancio più incisivi negli anni seguenti. Tuttavia, in considerazione della mancanza di misure chiaramente definite per tali anni, sussiste attualmente un rischio significativo a tale riguardo.

L'aggiornamento del programma di stabilità tedesco per il 2010 prevede un incremento del disavanzo nazionale in rapporto al PIL dal 3,2 per cento nel 2009 al 5½ per cento nel 2010, rispecchiando fra l'altro misure di bilancio intese a favorire la crescita. In linea con i requisiti della PDE, il disavanzo poi si ridurrebbe gradualmente al 3 per cento del PIL nel 2013. A oggi il risanamento dei conti pubblici prospettato non si basa ancora su misure concrete. A tale riguardo, il governo tedesco intende annunciare una strategia di risanamento dettagliata entro l'estate 2010. Il rapporto tra debito lordo e PIL aumenterebbe dal 72½ per cento nel 2009 all'82 per cento nel 2013.

L'aggiornamento del programma di stabilità francese prevede un ulteriore incremento del disavanzo in rapporto al PIL dal 7,9 per cento nel 2009 all'8,2 nel 2010. A partire dal 2011 il dato dovrebbe ridursi ogni anno, determinando la correzione del disavanzo eccessivo della Francia nel 2013, in linea con i requisiti della PDE. Il rapporto debito/PIL aumenterebbe nel periodo 2010-2012, per poi diminuire lievemente all'86,6 per cento nel 2013. Secondo il programma di stabilità, il processo di risanamento strutturale dovrebbe iniziare nel 2011 e fondarsi soprattutto sul contenimento della spesa. Per agevolare questi programmi di risanamento, è alla discussione del governo francese l'attuazione di una regola di bilancio.

L'aggiornamento del programma di stabilità italiano per il 2010 prevede una lieve riduzione del disavanzo in rapporto al PIL dal 5,3 per cento nel 2009 al 5,0 nel 2010. In seguito si prospetta un ulteriore calo fino a scendere al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2012, in linea con i requisiti della PDE. Il rapporto debito/PIL aumenterebbe dal 115,1 per cento nel 2009 al 116,9 nel 2010, per poi diminuire gradualmente, raggiungendo il 114,6 per cento nel 2012. Secondo il governo italiano, questa strategia di riequilibrio trova fondamento nella manovra di bilancio triennale, approvata dal parlamento nel 2008 e basata principalmente sul contenimento della spesa (per un totale cumulato dell'1,5 per cento circa del PIL nel periodo 2009-2011).

L'aggiornamento del programma di stabilità dell'Irlanda contempla proiezioni fino al 2014, termine ultimo fissato dal Consiglio Ecofin per ridurre il disavanzo del paese a un livello inferiore al 3 per cento del PIL. Secondo il programma, il disavanzo in rapporto al PIL scenderà dall'11,7 per cento nel 2009 al 2,9 nel 2014, con una correzione strutturale media di 2 punti percentuali del PIL all'anno a partire dal 2011. Per il 2010 le misure specificate si incentrano sulla spesa, per una correzione complessiva del 2,5 per cento del PIL. Per il 2011 e per gli anni successivi il governo si è impegnato a conseguire ulteriori ambiziosi obiettivi di risanamento strutturale. Tuttavia, devono ancora essere definite le misure intese al loro raggiungimento.

L'aggiornamento del programma di stabilità spagnolo prevede una correzione del disavanzo eccessivo entro il 2013, in linea con le raccomandazioni formulate nel quadro della PDE. L'obiettivo di risanamento strutturale annuo medio si colloca a 1,8 punti percentuali del PIL, in linea con la raccomandazione della PDE di un risanamento superiore a 1,5 punti percentuali. Questo tuttavia non si basa ancora pienamente su misure concrete, soprattutto per il periodo 2011-2013.

#### CONSIDERAZIONI SULLE POLITICHE DI BILANCIO

Il drastico peggioramento degli squilibri di bilancio dei paesi dell'area dell'euro minaccia la sostenibilità delle finanze pubbliche ed è fonte di preoccupazione per svariati motivi. Innanzitutto, l'incremento del disavanzo di bilancio e del debito pubblico potrebbe sospingere verso l'alto le aspettative di inflazione ed esercitare ulteriori pressioni a carico della politica monetaria della BCE

per l'area dell'euro. In secondo luogo, un ingente fabbisogno pubblico di (ri)finanziamento può innalzare i tassi di interesse (reali) a medio e più lungo termine, fenomeno che potrebbe anche propagarsi ad altri paesi dell'area dell'euro e spiazzare la domanda privata nella fase di ripresa. L'aumento del debito pubblico e dei rendimenti sulle obbligazioni sovrane comporta poi una maggior spesa per interessi. Questa deve essere compensata da un aumento delle imposte, che esercitano effetti avversi sulla crescita potenziale, oppure fissando vincoli su altre voci della spesa pubblica, fra cui quelle intese a promuovere la crescita nel più lungo termine (riguardanti ad esempio le infrastrutture o l'istruzione). Tali vincoli diventeranno ancora più stringenti in assenza di riforme che affrontino i crescenti costi per le finanze pubbliche riconducibili all'invecchiamento della popolazione. In quarto luogo, squilibri di bilancio ingenti possono alimentare l'accumulo di altri squilibri macroeconomici, come i disavanzi di conto corrente, che rendono i paesi più vulnerabili a shock negativi. Inoltre, elevati livelli di disavanzo di bilancio e debito limitano gravemente la capacità di intervento della politica di bilancio per contrastare tali shock.

Per sostenere la fiducia ed evitare effetti di propagazione negativi ad altri paesi dell'area dell'euro e all'UEM nel suo complesso, è fondamentale che i paesi membri ottemperino agli impegni assunti nel quadro delle PDE. In particolare, nei casi in cui il risanamento deve iniziare nel 2010, i programmi di bilancio dovrebbero contemplare misure di risanamento concrete. Più in generale, come specificato nelle raccomandazioni del Consiglio Ecofin per i singoli paesi nell'ambito delle PDE, gli sforzi di risanamento di molti paesi dovranno essere significativamente superiori alla correzione minima annua pari allo 0,5 per cento del PIL stabilita nel Patto di stabilità e crescita. Gli scenari per il debito pubblico dell'area dell'euro presentati nel riquadro 9 evidenziano l'importanza di un risanamento rapido e ambizioso.

Considerando il brusco incremento del rapporto spesa pubblica/PIL e la già elevata pressione fiscale, nelle strategie di risanamento credibili la riforma della spesa dovrà avere un ruolo di primo piano. Si accrescerà così la probabilità di riuscire a ridurre il disavanzo, si creeranno i presupposti per affrontare le pressioni previste sulla spesa derivanti dall'invecchiamento della popolazione e, nel tempo, si contribuirà a moderare l'onere fiscale e a sostenere la crescita potenziale. Il successo del risanamento delle finanze pubbliche dipenderà anche essenzialmente da regole e istituzioni di bilancio adeguate e procedure di bilancio trasparenti a livello nazionale, nonché da statistiche di finanza pubblica esaustive e affidabili.

#### Riquadro 9

### LE SFIDE PER LA SOSTENIBILITÀ DELLE FINANZE PUBBLICHE NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro illustra tre possibili scenari per l'andamento del debito pubblico in rapporto al PIL per l'area dell'euro fino al 2030. Lo scopo è di fornire una stima approssimativa dello sforzo di risanamento delle finanze pubbliche necessario per riportarle su un percorso sostenibile. Gli scenari si incentrano sugli aggregati dell'area dell'euro e prescindono quindi dall'eterogeneità esistente tra i paesi dell'area. Di questa, tuttavia, occorre tenere pienamente conto nell'elaborare le strategie di uscita dalle misure di stimolo fiscale connesse alla crisi e nel discutere la tempistica, il ritmo e la composizione appropriati per il risanamento dei conti pubblici a livello nazionale.

Le ipotesi macroeconomiche sottostanti ai tre scenari sono le seguenti: il tasso di crescita del PIL in termini reali si basa sull'andamento del tasso di crescita potenziale in termini reali per l'area

dell'euro previsto dalla Commissione europea e dal Comitato di politica economica<sup>1)</sup>. Secondo questa fonte, la crescita potenziale in termini reali si contrarrà gradualmente dal valore (piuttosto elevato) del 2,2 per cento nel 2011 all'1,5 per cento nel 2030. Si ipotizza un aumento costante del deflatore del PIL all'1,9 per cento nel periodo dello scenario, nonché un tasso di interesse implicito nominale sul debito pubblico stabile al 4,3 per cento, pari al valore registrato nel 2008 (poiché i valori del periodo 2009-2010 potrebbero risentire della crisi finanziaria).

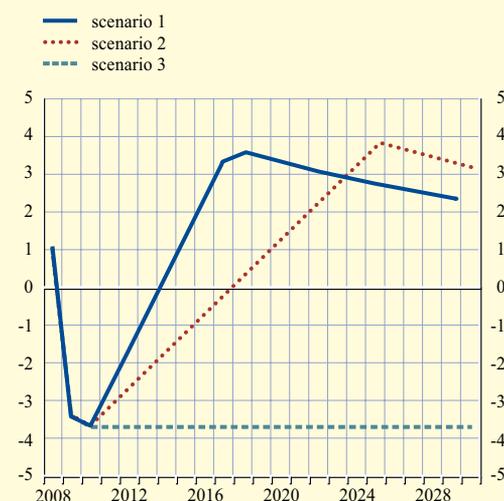
Tutti e tre gli scenari considerano come punto di inizio le previsioni dell'autunno 2009 elaborate dalla Commissione europea<sup>2)</sup> per il debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2010 (pari all'84 per cento del PIL). Sempre in base alla medesima fonte, il valore iniziale del saldo primario nel 2010 si colloca al -3,7 per cento del PIL. Date le ipotesi macroeconomiche e questa sfavorevole posizione iniziale di bilancio, il rapporto debito/PIL dovrebbe ulteriormente aumentare se non si consegue un avanzo primario (vale a dire un saldo di bilancio complessivo al netto dei pagamenti per interessi) sufficientemente elevato per stabilizzare il debito in rapporto al PIL e conferirgli un andamento tendenziale al ribasso.

L'evoluzione dei conti pubblici a partire dal 2011 è prefigurata in tre scenari alternativi riportati nella figura A. Nel primo si ipotizza un processo di risanamento delle finanze pubbliche piuttosto rapido, che consiste in un miglioramento del saldo primario di 1,0 punti percentuali del PIL all'anno fino al conseguimento di un saldo di bilancio complessivo in pareggio (nel 2018). In seguito il saldo primario è assunto declinare leggermente al fine di mantenere un bilancio complessivo in equilibrio nell'orizzonte di proiezione, cioè fino al 2030. Nel secondo scenario si presume un percorso di risanamento meno ambizioso: il saldo primario migliorerebbe solo di 0,5 punti percentuali del PIL all'anno fino al raggiungimento di un bilancio complessivo in pareggio (nel 2025). Si assumono poi avanzi primari compatibili con un bilancio in equilibrio fino al 2030. Infine, il terzo scenario ipotizza che non si compia alcuno sforzo di risanamento. Il saldo primario rimane al -3,7 per cento del PIL, vale a dire stabile sul valore di previsione per il 2010, nell'intero periodo di simulazione.

I risultati di questi scenari per il debito dell'area dell'euro sono riportati nella figura B. Il debito pubblico raggiunge, nel primo scenario, un livello massimo dell'89,3 per cento in rapporto al PIL nel 2013 e, nel secondo, un picco del 97,2 per cento del PIL nel 2017. Successivamente in entrambi i casi si verifica una graduale flessione del rapporto debito pubblico/PIL. Il valore di riferimento pari al 60 per cento del PIL è conseguito entro i prossimi vent'anni (cioè nel 2026) solo nel primo caso. Il terzo scenario porterebbe a un costante incremento del debito pubblico a oltre il

Figura A Ipotesi sul saldo primario

(percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE.

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

2) Cfr. Commissione europea (2009), "European Economic Forecast Autumn 2009", *European Economy*, n. 10.

100 per cento del PIL nel 2015, al 120 per cento nel 2020 e al 150 per cento nel 2026.

I risultati di questi scenari risentono delle ipotesi sottostanti relative alla crescita economica e ai tassi di interesse (impliciti). Si basano su calcoli precedenti alla crisi ed è possibile che i loro valori effettivi presentino differenze sostanziali nel periodo a questa successivo. Possono tuttavia essere molto utili per illustrare i maggiori rischi per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro derivanti da un rapporto debito pubblico/PIL in rapida crescita. La mancanza di modifiche alle politiche di bilancio (cioè il terzo scenario) costituirebbe una chiara minaccia per la sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo termine. Questi rischi possono essere aggravati da effetti di retroazione negativi qualora

l'aumento dei rapporti debito pubblico/PIL dovesse determinare tassi di interesse reali più elevati e/o ridurre la crescita economica. I rischi effettivi per la sostenibilità dei conti pubblici sono ancora più pronunciati, in quanto i tre scenari per il debito pubblico non prendono in considerazione né l'incremento previsto dei costi connessi all'invecchiamento della popolazione, né i rischi associati alle passività potenziali derivanti dalle garanzie offerte al settore finanziario e a quello non finanziario nel contesto della crisi. Le banche però potrebbero ancora essere costrette a ulteriori svalutazioni degli attivi<sup>3)</sup> e, soprattutto dopo il 2020, vanno previste forti pressioni sulle finanze pubbliche in ragione dell'invecchiamento demografico<sup>4)</sup>.

Gli Stati membri che intendono adottare l'euro devono mantenere un rapporto tra debito pubblico e PIL inferiore al valore di riferimento del 60 per cento, oppure assicurare che i loro rapporti debito/PIL siano in diminuzione e che si avvicinino al valore di riferimento a un ritmo adeguato. A seguito della crisi, molti paesi dell'area dell'euro che soddisfacevano questo criterio al loro ingresso nell'UEM dovranno riallineare le politiche di bilancio per determinare una costante tendenza al ribasso del rapporto debito/PIL e limitare l'onere per il servizio del debito per le generazioni future. Anche con uno sforzo di risanamento medio di 0,5 punti percentuali del PIL all'anno (secondo scenario), occorreranno probabilmente vent'anni per ritornare al rapporto debito/PIL dell'area dell'euro precedente alla crisi. Gli sforzi di risanamento annuali dovrebbero quindi essere considerevolmente superiori per assicurare un calo più rapido di tale rapporto verso il valore di riferimento del 60 per cento o verso un livello inferiore. Le sfide sono particolarmente difficili per i paesi dell'area dell'euro che hanno un disavanzo e/o un debito pubblico in rapporto al PIL elevato o molto elevato a seguito della crisi e per quelli che devono pagare tassi di interesse relativamente alti o a una bassa crescita potenziale<sup>5)</sup>.

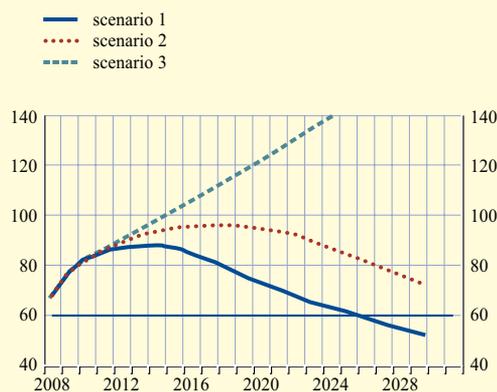
3) Cfr. il riquadro *Estimate of potential future write-downs on securities and loans facing the euro area banking sector* nel numero di dicembre 2009 della pubblicazione della BCE intitolata *Financial Stability Review*.

4) Cfr. il riquadro *Il rapporto del 2009 sull'invecchiamento della popolazione: aggiornamento delle proiezioni per la spesa pubblica connessa all'evoluzione demografica* nel numero di giugno 2009 di questo Bollettino nonché il riquadro *Il rapporto del 2009 sulla sostenibilità* pubblicato dalla Commissione europea nel numero di dicembre 2009 sempre di questo Bollettino.

5) Per una rassegna di esperienze positive nella riduzione del debito nei paesi dell'area dell'euro durante la fase preliminare all'UEM, cfr. il riquadro *Esperienza sulla riduzione del debito pubblico in alcuni paesi dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino.

Figura B Scenari relativi al debito pubblico

(percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE.

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

### 6.1 TASSI DI CAMBIO

Il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato di circa il 6 per cento in termini effettivi nominali negli ultimi tre mesi, portandosi al di sotto della media del 2009. L'indebolimento è stato generalizzato, ma particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – si è deprezzato negli ultimi tre mesi, perdendo più di quanto aveva guadagnato nel corso del 2009 (cfr. figura 54). Il 3 marzo era inferiore del 5,9 per cento rispetto a fine novembre e del 3,4 per cento alla media del 2009. Negli ultimi tre mesi il deprezzamento è stato generalizzato, ma particolarmente pronunciato nei confronti del dollaro statunitense.

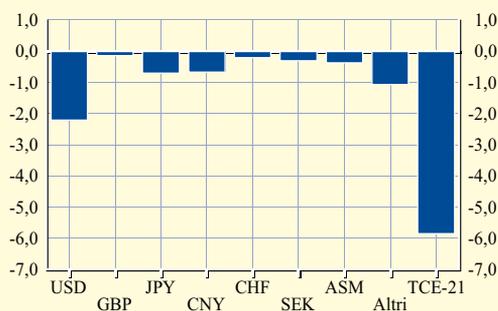
Figura 54 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21) e sue componenti <sup>1)</sup>

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni TCE-21<sup>2)</sup>

Dal 30 novembre 2009 al 3 marzo 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 che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

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

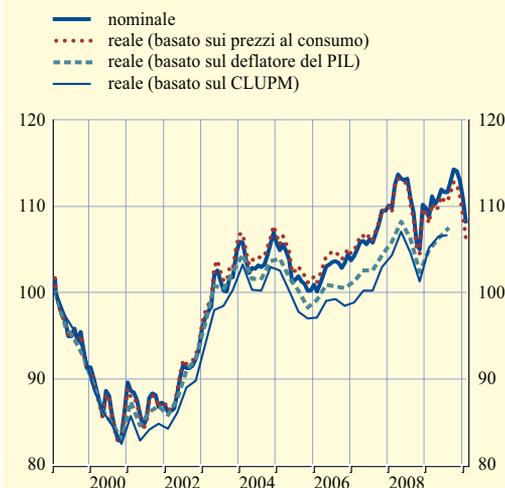
Con riferimento agli indicatori della competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a gennaio il tasso di cambio effettivo reale dell'euro basato sui prezzi al consumo era inferiore di circa l'1,4 per cento rispetto al livello medio del 2009 (cfr. figura 55).

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Negli ultimi tre mesi l'euro si è indebolito sul dollaro, compensando in parte l'apprezzamento

Figura 55 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21) nominale e reale <sup>1)</sup>

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



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-21 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a febbraio 2010. Per i TCE-21 reali basati sul deflatore del PIL e sul CLUPM, l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2009 ed è parzialmente basata su stime.

del 2009 (cfr. figura 56). Nello stesso periodo la volatilità implicita del cambio dollaro/euro è complessivamente diminuita, soprattutto sugli orizzonti più lunghi, a indicare il lieve ridimensionamento delle aspettative di un ritorno a livelli più elevati di volatilità (cfr. figura 56). Il 3 marzo la moneta unica è stata scambiata a 1,36 dollari, un valore inferiore del 9,2 per cento a quello di fine novembre e di circa il 2 per cento alla media del 2009.

### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo avere oscillato entro un intervallo compreso tra 129 e 138 yen (cfr. figura 56) tra marzo e dicembre 2009, l'euro si è successivamente deprezzato sullo yen giapponese. Il 3 marzo la moneta unica è stata quotata a 121 yen, un livello inferiore del 6,7 per cento a quello di fine novembre e di circa il 7 per cento rispetto alla media del 2009. Agli inizi del 2010 l'apprezzamento della valuta nipponica, in un contesto di mercati azionari mondiali in calo e di avversione al rischio crescente, è stato generalizzato nei confronti delle altre valute principali. Negli ultimi tre mesi la volatilità implicita del tasso di cambio yen/euro è diminuita, in presenza di notevoli oscillazioni (cfr. figura 56). Esaminando lo yen assieme ad altre monete, il riquadro 10 offre un'analisi retrospettiva della rilevanza dei *carry trade* per i movimenti valutari negli ultimi anni.

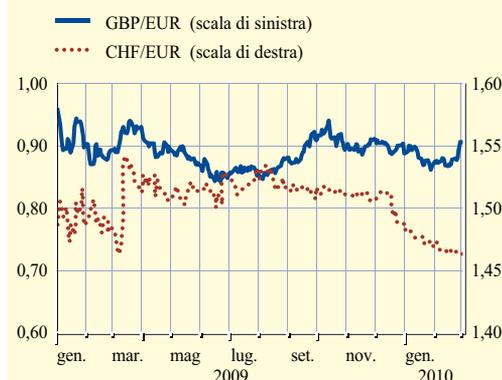
### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nei tre mesi fino al 3 marzo le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 57). 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, nei tre mesi fino al 3 marzo l'euro è rimasto sostanzialmente invariato sulla sterlina britannica in presenza di alcune oscillazioni. La volatilità implicita del tasso di cambio sterlina/euro è diminuita negli ultimi tre mesi, nonostante il recente aumento (cfr. figura 56). Nello stesso periodo la moneta unica si è indebolita anche sulle divise

**Figura 56 Tassi di cambio e volatilità implicite**

(dati giornalieri)



### Volatilità implicite dei tassi di cambio (tre mesi)



Fonti: Bloomberg e BCE.

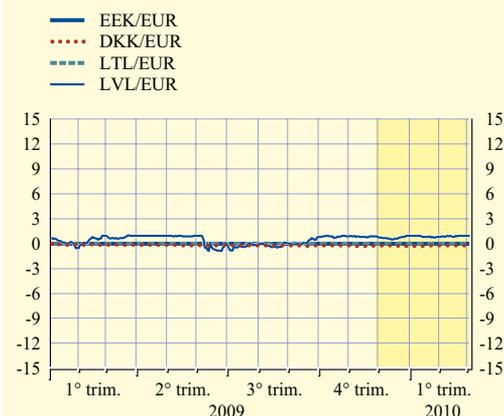
di altri Stati membri dell'UE. Il deprezzamento è stato compreso tra l'1,4 per cento sulla corona ceca e, rispettivamente, il 5,9 e 6,3 per cento sullo zloty polacco e la corona svedese.

### ALTRE VALUTE

Tra marzo e novembre l'euro ha oscillato rispetto al franco svizzero entro un intervallo di 1,50-1,54 franchi, in presenza di segnalazioni di interventi delle autorità monetarie elvetiche sui mercati dei cambi per contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale. Dopo una variazione della comunicazione sulla politica valutaria da parte della Banca nazionale svizzera a dicembre, l'euro si è indebolito sul franco e nei tre mesi fino al 3 marzo ha perso circa il 3 per cento (scendendo a 1,46 franchi). 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 (dell'11,2 per cento), il dollaro australiano (dell'8,1 per cento) e la corona norvegese (del 5,1 per cento).

Figura 57 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

### Riquadro 10

#### I CARRY TRADE E I TASSI DI CAMBIO

Le strategie di *carry trade* sono spesso citate tra le determinanti delle oscillazioni dei tassi di cambio negli ultimi anni<sup>1)</sup>. Per *carry trade* si intende di norma una strategia di investimento mediante la quale si mutuano fondi a tassi di interesse bassi in una valuta (cosiddetta "di finanziamento") per poi investirli in attività più remunerate in un'altra ("di investimento") senza coprirsi contro il rischio di cambio. L'evidenza empirica fornisce un certo sostegno all'ipotesi di redditività a lungo termine di tale strategia. È stato ad esempio calcolato che negli ultimi 30 anni i *carry trade* hanno generato rendimenti dello stesso ordine di grandezza di quelli degli investimenti nell'indice S&P 500<sup>2)</sup>. Questo riquadro ne esamina la rilevanza per i movimenti valutari degli ultimi anni.

La redditività corretta per il rischio dei *carry trade* dipende da due fattori principali. Il primo è il differenziale di tasso di interesse tra la divisa di finanziamento e quella di investimento; il secondo è il rischio di cambio, che trova riflesso nelle misure di volatilità dei mercati valutari. Il rapporto tra i due è noto come "*carry-to-risk*". Ampi movimenti dei cambi possono avere ripercussioni notevoli sulla remuneratività dei *carry trade*. Per tale motivo, l'attività in questo

1) Cfr., ad esempio, Galati, G., A. Heath, P. McGuire, "Evidenze statistiche dell'attività di carry trade", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2007.

2) Cfr. Burnside, C., M. Eichenbaum, I. Kleshchelski e S. Rebelo, *The returns to currency speculation*, Working Paper dell'NBER, n.12489, 2006.

segmento tende di norma a crescere quando la volatilità nei mercati dei cambi è bassa e a ridursi quando aumenta.

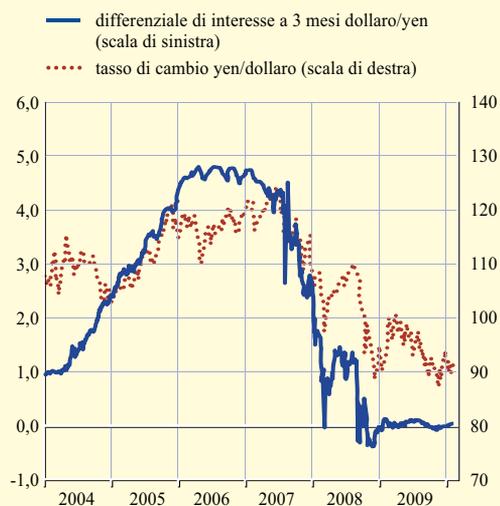
Il fatto che questa strategia di investimento risulti redditizia contraddice però l'ipotesi della parità scoperta di tasso di interesse, secondo la quale una valuta ad alto rendimento si deprezza rispetto a una poco remunerata in misura pari al differenziale di interesse tra le due e di conseguenza i rendimenti dei *carry trade* diventano nulli. Tale ipotesi, tuttavia, trova scarsi riscontri empirici. Spesso le valute connesse ad attività più remunerative si apprezzano nei confronti di quelle poco remunerate per periodi prolungati di tempo (il cosiddetto "enigma del premio a termine"). Il rendimento dei *carry trade* risultante dal differenziale di tasso di interesse risulta quindi frequentemente accresciuto, e non azzerato, perché per un periodo di tempo prolungato la valuta di investimento si apprezza su quella di finanziamento. Tuttavia, il movimento unidirezionale del cambio prima o poi si esaurisce e a quel punto i detentori di *carry trade* subiscono spesso pesanti perdite dovute alla rapida correzione valutaria. Esistono di fatto evidenze empiriche del rischio di un forte deprezzamento della moneta di investimento cui gli investitori in *carry trade* sono esposti in caso di smobilizzo repentino di tali posizioni, che avviene di norma nei periodi di minore propensione al rischio e liquidità di finanziamento<sup>3)</sup>.

L'evoluzione del cambio dello yen giapponese con il dollaro statunitense costituisce un esempio dell'interazione tra i differenziali di tasso di interesse e la volatilità nei mercati valutari. Il periodo precedente la crisi finanziaria mondiale è stato contraddistinto da elevati differenziali di interesse in tutto il mondo, oltre che da una modesta volatilità dei tassi di cambio, vale a dire da un contesto favorevole ai *carry trade*. In questo periodo gli osservatori hanno regolarmente citato lo yen come valuta di finanziamento e il dollaro come moneta di investimento. Tra gli inizi del 2004 e la metà del 2007 il differenziale di interesse a tre mesi tra gli Stati Uniti e il Giappone è stato mediamente pari a 3,5 punti percentuali, aumentando inizialmente in misura graduale per poi stabilizzarsi (cfr. figura A). Nel contempo, la volatilità implicita del cambio per questa coppia valutaria è stata piuttosto modesta (8,5 per cento) e ben inferiore alla media degli ultimi dieci anni.

L'attività in *carry trade* trova riflesso nell'evoluzione delle posizioni nette degli operatori non commerciali ricavata dalle statistiche del Commitment of Traders per il mercato statunitense dei *future*. Tali posizioni – che costituiscono l'indicatore più comune della presenza di *carry trade* – sono calcolate come la differenza tra le posizioni lunghe (acquisto) e quelle corte (vendita) in una determinata valuta rispetto al dollaro e possono essere considerate connesse all'evoluzione del tasso di cambio yen/dollaro

**Figura A Differenziale di interesse a 3 mesi dollaro/yen e tasso di cambio yen/dollaro**

(punti percentuali; yen giapponesi per dollaro USA)



Fonte: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 3 marzo 2010.

3) Cfr., ad esempio, Brunnermeier, M. K., S. Nagel, L. H. Pedersen, *Carry Trades and Currency Crashes*, Working Paper dell'NBER, n.14473, 2008.

(cfr. figura B). L'accumulo di posizioni nette corte nella moneta nipponica tra i primi mesi del 2005 e l'estate del 2007 è avvenuto in parallelo a un apprezzamento del 20 per cento del dollaro rispetto allo yen. In questo periodo altre divise ad alto rendimento – quali il dollaro neozelandese, la sterlina britannica, il dollaro canadese e il dollaro australiano – si sono notevolmente rafforzate sullo yen.

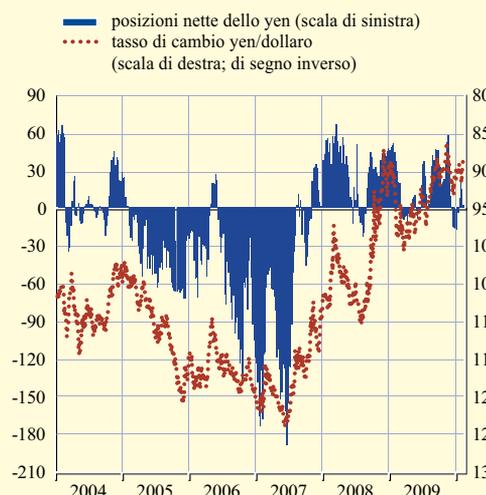
Alla fine del 2007 e nella prima metà del 2008, allorché i differenziali di tasso di interesse tra gli Stati Uniti e il Giappone si restringevano per la recessione statunitense e le connesse riduzioni del tasso sui Federal Fund, è diminuita l'attrattiva dei *carry trade* aventi per oggetto queste due valute. Ciò ha dato origine a un parziale smobilizzo di queste posizioni speculative, mentre altre valute quali il dollaro australiano hanno continuato a beneficiare di rendimenti elevati.

Dopo il tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008, i tassi di interesse sono scesi bruscamente in tutto il mondo ed è aumentato il loro grado di dispersione. Al tempo stesso è cresciuta notevolmente l'avversione al rischio, come mostra l'impennata della volatilità implicita dei cambi. Tali andamenti hanno provocato una netta caduta del rapporto "*carry-to-risk*", riducendo di conseguenza l'incentivo degli investitori a perseguire strategie di *carry trade*. La massiccia liquidazione di questi ultimi in tale periodo è apparsa evidente anche nel calo delle posizioni speculative nette nei mercati dei *future* su valute, che dai massimi precedenti si sono approssimate a una situazione di neutralità per tutte le principali coppie valutarie. Di conseguenza, nei due mesi fino all'ultima parte di ottobre 2008 lo yen si è fortemente apprezzato (del 28 per cento sull'euro e dell'11 per cento rispetto al dollaro) in un periodo in cui la domanda di dollari era di fatto in crescita per i flussi verso investimenti sicuri.

Nel 2009, allorché la volatilità sui mercati valutari scendeva gradualmente, l'attrattiva dei *carry trade* agli occhi degli operatori è parsa aumentare. I differenziali di interesse restavano tuttavia molto bassi e quindi il ruolo dei *carry trade* nei movimenti dei cambi su scala mondiale è stato probabilmente minore rispetto al periodo di bassa volatilità che ha preceduto le turbolenze finanziarie mondiali.

**Figura B Posizioni nette dello yen nei confronti del dollaro e tasso di cambio yen/dollaro**

(migliaia di contratti; yen giapponese per dollaro USA)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Nota: L'ultima rilevazione si riferisce al 3 marzo 2010.

## 6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Nel quarto trimestre del 2009 l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha registrato una forte espansione; quello di servizi è tornato a crescere. Il disavanzo di conto corrente per l'intero 2009 si è notevolmente ridotto rispetto all'anno precedente, a 59,0 miliardi di euro (circa lo 0,7 per cento del PIL). Per quanto riguarda il conto finanziario, nel 2009 l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per investimenti di portafoglio e deflussi netti per investimenti diretti.

## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

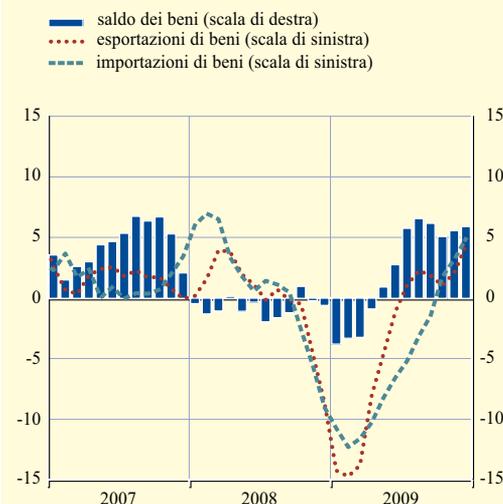
Nel quarto trimestre del 2009 l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro è cresciuto notevolmente, confermando i primi segnali di ripresa osservati nel trimestre precedente (cfr. figura 58). Sia le importazioni sia le esportazioni sono aumentate a un ritmo ben superiore alle rispettive medie di più lungo periodo. In presenza di una ripresa generalizzata dell'attività economica mondiale, le esportazioni hanno acquisito slancio rispetto al terzo trimestre e sono salite del 4,4 per cento, favorite anche da fattori temporanei, quali le misure di stimolo fiscale e l'inversione del ciclo delle scorte all'esterno dell'area dell'euro. Il tasso di crescita delle importazioni, che nel terzo trimestre risultava ancora negativo, è stato superiore a quello delle esportazioni e pari al 4,9 per cento sul periodo precedente. Benché in ripresa, sia le importazioni di beni sia le esportazioni restano ben inferiori ai livelli antecedenti la crisi finanziaria e il connesso rallentamento del commercio mondiale.

L'interscambio di servizi, che durante la recessione era diminuito meno di quello dei beni, ha registrato una ripresa più lenta. Sia le importazioni sia le esportazioni sono aumentate nel quarto trimestre (rispettivamente dello 0,8 e 2,4 per cento) nel confronto con il periodo precedente (cfr. tavola 11). Tale risultato è in linea con l'evidenza di un'espansione dell'attività mondiale nel settore dei servizi verso la fine del 2009.

La scomposizione dei volumi importati dall'esterno dell'area per categoria merceologica, in base alle statistiche sul commercio estero di Eurostat, indica che la recente ripresa è stata particolarmente pronunciata nel segmento dei beni intermedi (cfr. figura 59). Essendo utilizzati nelle fasi iniziali del processo produttivo, questi beni anticipano in genere gli andamenti delle altre categorie nell'arco del ciclo economico. Inoltre, le importazioni di beni intermedi sono state favorite dalla crescente domanda di input importati da parte degli esportatori dell'area. Dal lato delle esportazioni si delinea un profilo simile, con una crescita in volume dei beni intermedi superiore a quella

**Figura 58 Interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro**

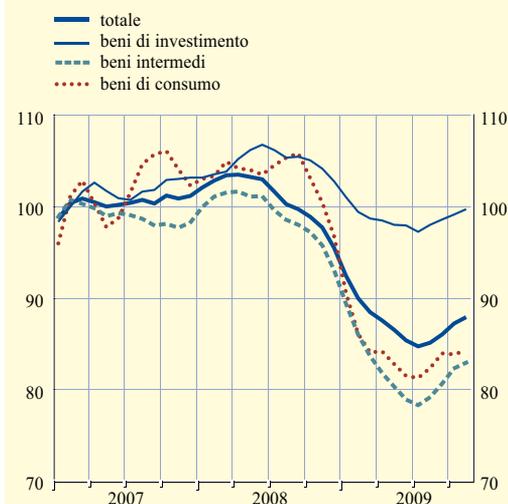
(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

**Figura 59 Volume delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro**

(indici: 1° trimestre del 2007=100; dati destagionalizzati; media mobile a tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	dati mensili		dati trimestrali 2009				dati annuali	
	2009 nov.	2009 dic.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	2008	2009
<i>Miliardi di euro</i>								
<b>Conto corrente</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-12,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-140,6</b>	<b>-59,0</b>
Beni	6,2	4,4	-3,2	2,7	6,2	5,9	-9,5	34,7
Esportazioni	110,3	112,5	105,9	104,7	106,6	111,2	1575,6	1285,0
Importazioni	104,1	108,1	109,1	101,9	100,4	105,3	1585,1	1250,3
Servizi	2,5	4,5	1,9	1,8	2,9	3,5	41,0	30,6
Esportazioni	38,6	40,0	39,8	38,3	38,1	39,1	509,2	466,0
Importazioni	36,1	35,6	37,9	36,5	35,2	35,5	468,2	435,4
Redditi	-3,4	-1,7	-3,0	-2,0	-3,6	-2,4	-73,8	-32,9
Trasferimenti correnti	-5,8	-5,2	-8,1	-7,3	-6,9	-8,1	-98,3	-91,3
<b>Conto finanziario<sup>1)</sup></b>	<b>-0,6</b>	<b>-5,7</b>	<b>18,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>163,9</b>	<b>81,8</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	-16,1	43,5	23,7	26,2	19,7	14,2	161,5	251,2
Investimenti diretti	0,7	-2,4	-19,6	-1,4	-8,1	-1,2	-189,0	-90,9
Investimenti di portafoglio	-16,9	45,9	43,3	27,6	27,8	15,4	350,5	342,1
Azioni	-11,7	35,9	-4,4	12,8	14,0	-3,3	-23,0	57,4
Strumenti di debito	-5,2	10,0	47,7	14,7	13,8	18,7	373,6	284,7
Obbligazioni e note	-9,7	-1,0	48,8	3,9	-13,4	7,4	154,7	140,0
Strumenti del mercato monetario	4,5	11,0	-1,2	10,8	27,3	11,3	218,9	144,7
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
<b>Beni e servizi</b>								
Esportazioni	-0,3	2,4	-11,6	-1,8	1,2	3,8	3,8	-16,0
Importazioni	1,2	2,4	-9,7	-5,8	-2,0	3,8	7,4	-17,9
<b>Beni</b>								
Esportazioni	-0,5	1,9	-13,8	-1,1	1,9	4,4	3,9	-18,4
Importazioni	0,3	3,8	-11,6	-6,6	-1,5	4,9	7,9	-21,1
<b>Servizi</b>								
Esportazioni	0,2	3,7	-5,0	-3,7	-0,5	2,4	3,7	-8,5
Importazioni	3,8	-1,6	-3,7	-3,7	-3,5	0,8	5,7	-7,0

Fonte: BCE.  
Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono da attribuire ad arrotondamenti.  
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

delle altre categorie merceologiche (cfr. il riquadro *Evoluzione recente degli scambi commerciali dell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2010 di questo Bollettino).

Nel 2009 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 59,0 miliardi di euro, pari a circa lo 0,7 per cento del PIL. Il notevole ridimensionamento rispetto ai 140,6 miliardi di euro del 2008 è in larga parte riconducibile al passaggio da un disavanzo a un avanzo nel saldo dei beni, oltre che al dimezzamento del disavanzo nei redditi e a una piccola riduzione del disavanzo nei trasferimenti correnti (cfr. figura 60). Questi sviluppi sono stati solo in parte compensati dal minore avanzo nei servizi. Il saldo dei beni è migliorato poiché le importazioni sono cresciute meno delle esportazioni per gran parte del 2009, anche se nel quarto trimestre tale andamento si è invertito. Anche il calo dei prezzi delle materie prime importate rispetto al 2008 ha concorso a migliorare il saldo commerciale.

In prospettiva, gli indicatori disponibili segnalano una prosecuzione della ripresa delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area nel breve periodo. A febbraio l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro

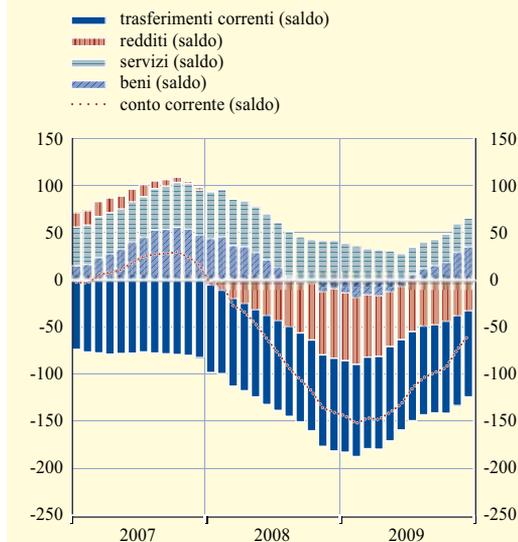
è salito sul livello massimo degli ultimi tre anni, mantenendosi ben superiore al valore soglia tra contrazione ed espansione fissato a 50. Anche le importazioni di beni dall'esterno dell'area dovrebbero aumentare ulteriormente, non da ultimo grazie alla domanda di input importati trainata dalle esportazioni. 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 sostegno del ciclo delle scorte), è prevedibile una lieve perdita di slancio con l'affievolirsi di tale impatto.

### CONTO FINANZIARIO

Nell'ultimo trimestre del 2009 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti in lieve diminuzione, a 14,2 miliardi di euro, dai 19,7 miliardi del trimestre precedente (cfr. figura 61). Tale andamento va ricondotto in larga misura al calo dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, dovuto all'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – dei titoli azionari, la quale ha più che compensato la crescita degli afflussi netti per strumenti di debito. Nei mercati azionari la riduzione degli acquisti netti sia di azioni estere da parte dei residenti dell'area sia, in misura ancora superiore, di azioni dell'area da parte di non residenti mostra che la ripresa della propensione al rischio degli investitori è rimasta piuttosto fragile.

**Figura 60 Principali componenti del conto corrente**

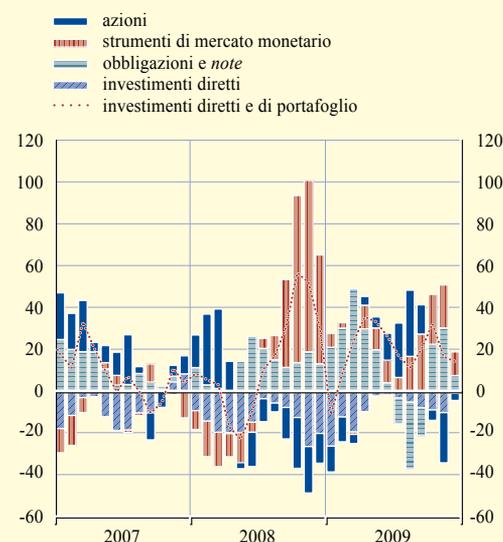
(miliardi di euro; flussi cumulati su 12 mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

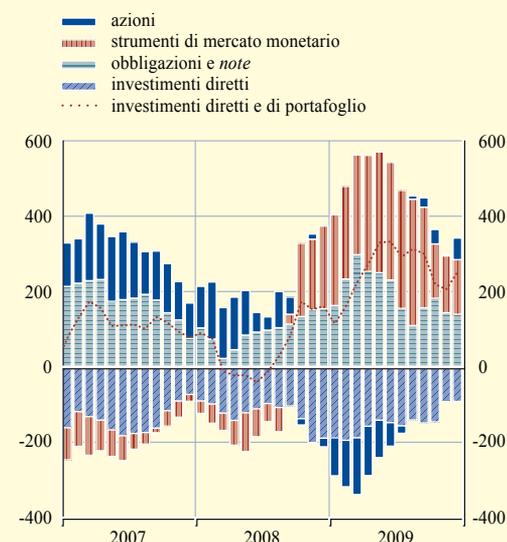
**Figura 61 Principali componenti del conto finanziario**

(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)



I minori acquisti netti di titoli azionari potrebbero essere in parte riconducibili anche alle maggiori opportunità di remunerazione offerte da altre tipologie di titoli, sia esteri sia domestici. Allo stesso tempo il passaggio da deflussi ad afflussi netti per obbligazioni e *note* sembra essere in linea con il differenziale di rendimento positivo tra le obbligazioni dell'area e quelle delle altre economie principali (ad esempio gli Stati Uniti). Gli investimenti in strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro sembrano invece essere diventati relativamente meno appetibili. Nell'ultimo trimestre del 2009 l'area dell'euro ha registrato minori afflussi netti per tali strumenti, con gli acquisti netti dei non residenti che sono scesi al livello minimo dell'anno.

Per quanto concerne gli investimenti diretti, l'area dell'euro ha registrato un lieve calo dei deflussi netti nell'ultimo trimestre del 2009 rispetto al precedente. Ciò si spiega soprattutto con la caduta degli investimenti dell'area all'estero, in particolare sotto forma di prestiti intersocietari, mentre quelli esteri nell'area hanno registrato un lieve recupero.

Nel 2009 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel complesso afflussi netti per 251,2 miliardi di euro, dai 161,5 del 2008. Tale aumento va ricondotto ai minori deflussi netti per investimenti diretti, che sono stati solo leggermente controbilanciati dalla modesta diminuzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio. Gli andamenti degli investimenti diretti esteri sono stati contraddistinti da un aumento degli investimenti esteri nell'area, oltre che da una riduzione di quelli delle imprese dell'area all'estero. La modesta riduzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio è il frutto di variazioni significative nelle operazioni transfrontaliere in titoli azionari e strumenti di debito, che si sono in larga parte compensate. Più in particolare, gli investimenti in azioni sono passati da deflussi ad afflussi netti, mentre quelli in strumenti di debito hanno registrato afflussi inferiori rispetto al 2008. In termini lordi, tali andamenti sono riconducibili soprattutto agli investimenti dei non residenti in titoli azionari e strumenti di debito dell'area.



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





## INDICE <sup>1)</sup>

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

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

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

### Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

#### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	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) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,8	1,22	3,76
2009 1° trim.	5,4	7,3	6,1	-	4,6	26,1	2,01	3,77
2° trim.	8,1	5,6	4,4	-	2,1	27,7	1,31	3,99
3° trim.	12,2	4,5	2,7	-	0,4	25,3	0,87	3,64
4° trim.	12,3	2,2	0,2	-	-0,6	20,5	0,72	3,76
2009 set.	12,8	3,6	1,8	1,5	-0,3	24,3	0,77	3,64
ott.	11,8	2,3	0,3	0,6	-0,8	23,5	0,74	3,68
nov.	12,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,7	19,7	0,72	3,57
dic.	12,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1	12,9	0,71	3,76
2010 gen.	11,5	1,9	0,1	.	-0,6	.	0,68	3,66
feb.	.	.	.	.	.	.	0,66	3,49

#### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC <sup>1)</sup>	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	0,3	-5,1	.	-4,1	-15,0	71,0	.	9,4
2009 2° trim.	0,2	-5,7	4,3	-4,9	-18,6	69,9	-1,8	9,3
3° trim.	-0,4	-7,8	3,2	-4,1	-14,5	70,3	-2,1	9,6
4° trim.	0,4	-4,6	.	-2,1	-7,7	71,5	.	9,9
2009 set.	-0,3	-7,6	.	.	-12,7	.	.	9,8
ott.	-0,1	-6,6	.	.	-11,0	71,0	.	9,8
nov.	0,5	-4,4	.	.	-6,8	.	.	9,9
dic.	0,9	-2,9	.	.	-4,8	.	.	9,9
2010 gen.	1,0	-1,0	.	.	.	72,0	.	9,9
feb.	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 <sup>5)</sup> (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	-49,9	36,1	-90,9	342,1	462,4	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.	-19,5	13,1	-4,3	82,8	381,5	111,1	110,2	1,3632
3° trim.	-1,2	13,3	-24,3	83,4	430,9	112,1	110,9	1,4303
4° trim.	7,4	17,5	-3,6	46,1	462,4	113,8	112,2	1,4779
2009 set.	-5,9	1,4	-29,9	79,8	430,9	112,9	111,6	1,4562
ott.	-3,6	6,2	-2,0	17,1	437,9	114,3	112,8	1,4816
nov.	0,5	6,0	0,7	-16,9	464,2	114,0	112,5	1,4914
dic.	10,5	5,3	-2,4	45,9	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 gen.	.	.	.	.	468,7	110,8	108,9	1,4272
feb.	.	.	.	.	.	108,0	106,1	1,3686

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

	5 febbraio 2010	12 febbraio 2010	19 febbraio 2010	26 febbraio 2010
<b>Oro e crediti in oro</b>	266.919	266.919	266.919	266.919
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	194.525	193.411	195.699	197.574
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	29.034	29.196	28.848	28.265
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	17.761	17.074	17.272	15.379
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	718.663	717.097	719.170	726.910
Operazioni di rifinanziamento principali	56.433	76.692	82.537	82.023
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	662.159	636.507	636.543	644.680
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	51	3.876	62	178
Crediti connessi a scarti di garanzia	20	22	28	29
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	26.927	27.429	27.601	26.724
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	332.625	334.041	333.852	335.796
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	34.804	36.114	37.392	38.744
Altri titoli	297.821	297.927	296.460	297.052
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	36.121	36.121	36.121	36.121
<b>Altre attività</b>	251.925	253.400	255.387	255.328
<b>Attività totali</b>	<b>1.874.500</b>	<b>1.874.687</b>	<b>1.880.871</b>	<b>1.889.017</b>

#### 2. Passività

	5 febbraio 2010	12 febbraio 2010	19 febbraio 2010	26 febbraio 2010
<b>Banconote in circolazione</b>	785.231	785.154	782.801	784.287
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	398.616	404.809	394.777	402.497
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	169.253	254.697	207.798	199.828
Depositi overnight	229.363	150.112	186.975	202.669
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	4	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	491	458	427	570
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	121.609	115.701	131.525	134.298
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	40.034	40.097	39.962	40.504
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	2.902	2.562	2.815	1.861
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10.439	9.873	11.145	12.055
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	51.249	51.249	51.249	51.249
<b>Altre passività</b>	169.680	170.090	171.479	166.519
<b>Rivalutazioni</b>	220.213	220.213	220.213	220.213
<b>Capitale e riserve</b>	74.036	74.481	74.477	74.965
<b>Passività totali</b>	<b>1.874.500</b>	<b>1.874.687</b>	<b>1.880.871</b>	<b>1.889.017</b>

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	Tasso medio ponderato		
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali									
2009 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	60.077	102	60.077	1,00	-	-	-	-	7
20	58.020	101	58.020	1,00	-	-	-	-	7
27	63.435	83	63.435	1,00	-	-	-	-	7
3 feb.	55.824	74	55.824	1,00	-	-	-	-	7
10	76.083	79	76.083	1,00	-	-	-	-	7
17	81.935	78	81.935	1,00	-	-	-	-	7
24	81.421	71	81.421	1,00	-	-	-	-	7
3 mar.	80.455	65	80.455	1,00	-	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine									
2009 12 nov.	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 <sup>6)</sup>	96.937	224	96.937	-	-	-	-	-	371
2010 20 gen.	5.739	7	5.739	1,00	-	-	-	-	21
28	3.268	22	3.268	1,00	-	-	-	-	91
10 feb.	2.757	14	2.757	1,00	-	-	-	-	28
25	10.205	23	10.205	1,00	-	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 9 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.655	95	137.456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009 20 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.835	103	140.013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.435	119	129.135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	111.502	119	110.832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
7 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	105.486	114	103.876	-	-	1,50	1,30	1,12	1
12 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.091	128	108.056	-	-	1,25	1,05	0,93	1
9 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.551	101	57.912	-	-	1,00	0,80	0,77	1
7 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	279.477	165	275.986	-	-	1,00	0,80	0,64	1
11 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	238.847	159	238.345	-	-	1,00	0,80	0,70	1
8 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	196.299	157	195.099	-	-	1,00	0,80	0,73	1
13 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	170.131	160	169.680	-	-	1,00	0,80	0,74	1
10 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	191.883	165	191.379	-	-	1,00	0,80	0,76	1
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	130.896	147	129.709	-	-	1,00	0,80	0,76	1
2010 19 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	259.013	188	258.907	-	-	1,00	0,80	0,75	1
9 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	270.783	187	270.566	-	-	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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista 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 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
nov.	18.285,8	9.743,0	756,6	2.436,5	1.245,0	4.104,6
dic.	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5

**2. Assolvimento dell'obbligo di riserva**

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2009 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	211,2	1,2	0,0	1,00
9 feb.	209,5	210,9	1,4	0,0	1,00
9 mar.	210,9	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>2)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	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 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
2010 19 gen.	413,0	60,6	648,4	0,4	28,4	147,0	8,1	796,8	119,8	-132,1	211,2	1.155,0
9 feb.	425,6	59,7	662,2	0,2	33,5	168,3	13,3	783,6	122,6	-117,5	210,9	1.162,8

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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
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 3° trim.	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
2009 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.	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
dic.	2.830,5	1.483,2	17,6	0,7	1.464,9	416,9	333,6	3,7	79,6	-	16,5	555,7	16,4	341,8
2010 gen. <sup>(p)</sup>	2.824,6	1.473,1	17,6	0,7	1.454,8	418,9	331,5	3,8	83,6	-	16,2	563,2	16,5	336,8
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
2007	29.500,2	16.893,0	954,5	10.144,3	5.794,2	3.950,6	1.197,1	1.013,2	1.740,3	93,5	1.293,8	4.878,9	205,7	2.184,7
2008	31.835,8	18.052,0	968,0	10.771,4	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 3° trim.	31.278,7	17.674,5	994,7	10.768,4	5.911,4	5.115,3	1.504,5	1.492,8	2.117,9	90,6	1.222,1	4.267,4	216,3	2.692,6
2009 ott.	31.212,0	17.658,7	1.014,3	10.722,5	5.921,9	5.101,9	1.517,6	1.490,2	2.094,1	88,7	1.224,9	4.264,0	217,1	2.656,8
nov.	31.334,2	17.673,6	1.007,7	10.750,9	5.915,1	5.106,7	1.519,5	1.490,7	2.096,5	88,2	1.239,0	4.243,2	218,1	2.765,3
dic.	31.146,7	17.708,5	1.001,9	10.750,6	5.956,1	5.060,1	1.482,7	1.497,9	2.079,5	85,0	1.237,2	4.264,4	219,4	2.572,2
2010 gen. <sup>(p)</sup>	31.390,4	17.726,7	1.013,4	10.739,6	5.973,7	5.052,0	1.497,9	1.467,4	2.086,7	86,9	1.252,3	4.390,4	218,7	2.663,6

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
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 3° trim.	2.746,8	789,7	1.149,0	138,4	23,0	987,6	-	0,1	292,7	154,1	361,1
2009 ott.	2.693,0	794,1	1.095,2	152,8	26,0	916,4	-	0,1	297,3	144,9	361,4
nov.	2.659,4	798,7	1.037,0	129,3	27,7	880,0	-	0,1	321,4	143,9	358,4
dic.	2.830,5	829,2	1.159,0	102,6	22,6	1.033,7	-	0,1	322,1	140,2	380,0
2010 gen. <sup>(p)</sup>	2.824,6	806,2	1.189,9	116,3	23,5	1.050,0	-	0,1	330,3	133,5	364,6
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
2007	29.500,2	-	15.141,9	126,9	8.927,5	6.087,5	754,1	4.630,9	1.683,6	4.538,6	2.751,1
2008	31.835,8	-	16.741,8	191,0	9.690,9	6.860,0	824,8	4.848,3	1.767,6	4.402,7	3.250,6
2009 3° trim.	31.278,7	-	16.348,7	157,0	9.904,2	6.287,5	831,4	4.962,5	1.886,8	4.084,7	3.164,6
2009 ott.	31.212,0	-	16.346,2	164,9	9.898,7	6.282,7	823,8	4.929,5	1.890,5	4.084,8	3.137,1
nov.	31.334,2	-	16.356,8	174,8	9.897,0	6.285,0	810,2	4.931,7	1.902,2	4.072,5	3.260,8
dic.	31.146,7	-	16.468,0	144,3	10.015,8	6.308,0	732,3	4.919,5	1.915,5	4.098,2	3.013,3
2010 gen. <sup>(p)</sup>	31.390,4	-	16.440,2	161,1	9.960,4	6.318,8	744,8	4.974,6	1.916,6	4.220,4	3.093,8

Fonte: BCE.

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2007	22.376,2	11.117,3	972,3	10.144,9	2.437,3	1.422,2	1.015,1	882,2	5.274,2	220,9	2.444,3
2008	24.108,0	11.758,6	986,6	10.772,0	2.961,8	1.552,7	1.409,1	786,1	5.231,0	227,1	3.143,3
2009 3° trim.	23.898,8	11.781,3	1.012,2	10.769,1	3.336,7	1.840,6	1.496,1	797,4	4.784,9	232,9	2.965,7
2009 ott.	23.849,5	11.755,0	1.031,8	10.723,2	3.345,1	1.851,3	1.493,8	799,1	4.793,4	233,7	2.923,2
nov.	24.001,8	11.776,8	1.025,2	10.751,5	3.348,2	1.853,8	1.494,4	811,6	4.799,1	234,7	3.031,4
dic.	23.810,4	11.770,8	1.019,5	10.751,2	3.317,9	1.816,2	1.501,6	811,1	4.820,1	235,8	2.854,8
2010 gen. <sup>(p)</sup>	24.027,1	11.771,3	1.031,0	10.740,3	3.300,6	1.829,4	1.471,2	815,1	4.953,6	235,2	2.951,3
<b>Transazioni</b>											
2008	1.694,0	597,9	12,4	585,5	468,2	58,1	410,2	-56,1	-81,6	-2,2	768,9
2009	-665,9	25,6	34,0	-8,4	341,4	249,2	92,2	10,5	-454,9	7,6	-596,7
2009 2° trim.	-224,1	68,5	27,0	41,5	144,2	89,3	54,9	6,1	-63,0	0,6	-381,5
3° trim.	-154,7	-50,9	-3,9	-47,0	33,1	39,1	-6,0	0,4	-91,0	1,9	-47,9
2009 ott.	-39,0	-18,6	19,6	-38,2	7,4	11,8	-4,4	2,9	12,9	0,8	-44,3
nov.	153,1	26,2	-4,9	31,1	2,4	1,2	1,2	12,6	4,2	1,0	106,7
dic.	-264,1	-7,0	-5,9	-1,1	-24,6	-34,2	9,6	-7,0	-46,9	1,2	-179,8
2010 gen. <sup>(p)</sup>	118,8	-19,7	11,3	-31,0	-18,1	14,0	-32,1	5,2	66,4	-0,6	85,6

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2007	22.376,2	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.033,6	-48,2
2008	24.108,0	722,9	259,8	9.707,5	725,7	2.828,6	1.613,6	4.780,5	3.579,6	-110,7
2009 3° trim.	23.898,8	740,6	295,3	9.927,2	740,5	2.775,6	1.738,7	4.238,8	3.525,6	-83,9
2009 ott.	23.849,5	745,5	317,7	9.924,7	734,9	2.762,2	1.745,9	4.229,7	3.498,5	-109,9
nov.	24.001,8	750,1	304,1	9.924,6	721,8	2.757,1	1.780,2	4.216,3	3.619,2	-71,9
dic.	23.810,4	770,0	246,8	10.038,4	647,0	2.760,5	1.795,0	4.238,4	3.393,2	-79,3
2010 gen. <sup>(p)</sup>	24.027,1	757,2	277,4	9.983,9	658,0	2.804,4	1.793,6	4.353,8	3.458,4	-59,7
<b>Transazioni</b>										
2008	1.694,0	83,3	106,1	700,7	29,4	-30,1	138,5	93,3	599,5	-26,8
2009	-665,9	45,7	-4,4	289,6	-12,2	-53,8	138,2	-590,4	-504,2	25,5
2009 2° trim.	-224,1	15,0	0,5	154,1	-19,7	18,1	55,7	-167,7	-242,2	-37,9
3° trim.	-154,7	5,7	-45,6	-1,7	-2,4	-13,9	27,7	-123,0	-52,7	51,2
2009 ott.	-39,0	4,8	22,3	-0,5	-4,8	-10,6	1,9	0,6	-26,1	-26,8
nov.	153,1	4,7	-13,6	2,3	-15,0	1,1	14,5	10,6	111,3	37,2
dic.	-264,1	19,9	-57,2	102,5	-26,2	-11,3	23,6	-98,1	-206,3	-11,0
2010 gen. <sup>(p)</sup>	118,8	-12,8	30,6	-62,7	10,4	28,9	-3,0	54,0	67,8	5,6

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 <sup>1)</sup>

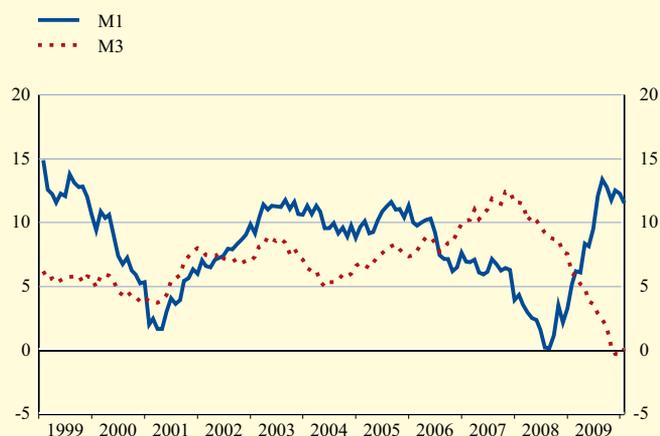
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro			Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti				Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2007	3.827,9	3.509,8	7.337,8	1.305,6	8.643,4	-	6.028,0	2.416,9	12.069,5	10.161,9	-	596,0
2008	3.972,9	4.036,6	8.009,5	1.376,4	9.386,0	-	6.294,5	2.563,6	12.989,2	10.787,8	-	423,4
2009 3° trim.	4.398,8	3.783,0	8.181,8	1.226,5	9.408,3	-	6.667,7	2.861,7	13.086,2	10.760,8	-	552,1
2009 ott.	4.458,6	3.735,9	8.194,5	1.184,6	9.379,2	-	6.666,4	2.889,4	13.040,3	10.736,7	-	546,1
nov.	4.454,4	3.707,6	8.162,0	1.172,0	9.334,0	-	6.727,2	2.883,0	13.062,9	10.751,7	-	561,0
dic.	4.478,8	3.688,2	8.167,0	1.155,5	9.322,5	-	6.750,1	2.865,0	13.082,2	10.764,5	-	553,8
2010 gen. <sup>6)</sup>	4.549,6	3.659,9	8.209,6	1.103,0	9.312,6	-	6.795,8	2.863,6	13.057,9	10.756,6	-	583,5
<b>Transazioni</b>												
2008	126,8	486,0	612,8	46,2	658,9	-	260,6	71,0	934,6	584,2	740,1	-176,3
2009	489,8	-368,3	121,4	-149,6	-28,2	-	415,9	288,1	90,5	-11,0	27,7	134,6
2009 2° trim.	128,7	-72,8	55,9	-17,8	38,1	-	131,4	108,1	65,0	16,8	36,8	106,3
3° trim.	149,8	-102,0	47,8	-51,2	-3,4	-	115,6	63,3	9,4	-28,6	-26,9	36,5
2009 ott.	60,1	-46,0	14,1	-41,8	-27,8	-	-2,2	28,9	-39,3	-16,4	-12,2	-11,3
nov.	-3,4	-27,6	-31,0	-12,9	-43,9	-	46,4	-6,0	26,1	17,7	16,4	-10,5
dic.	21,5	-24,3	-2,8	36,1	33,2	-	11,5	-14,8	14,3	12,1	8,3	45,0
2010 gen. <sup>6)</sup>	68,8	-32,2	36,6	-52,5	-15,9	-	26,0	-0,8	-44,9	-28,0	-32,6	24,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
2007 dic.	4,0	17,9	10,1	20,2	11,6	11,9	9,3	-2,6	13,2	11,2	12,1	-42,8
2008 dic.	3,3	13,7	8,3	3,5	7,6	7,1	4,3	2,9	7,7	5,7	7,1	-176,3
2009 set.	12,8	-5,3	3,6	-9,0	1,8	1,5	6,6	13,5	1,4	-0,3	0,8	142,1
2009 ott.	11,8	-7,1	2,3	-11,8	0,3	0,6	7,4	15,1	0,9	-0,8	0,2	74,3
nov.	12,5	-8,7	1,8	-12,4	-0,3	-0,1	7,1	13,2	0,6	-0,7	0,1	61,6
dic.	12,3	-9,1	1,5	-11,0	-0,3	-0,1	6,6	11,2	0,7	-0,1	0,2	134,6
2010 gen. <sup>6)</sup>	11,5	-8,0	1,9	-10,8	0,1	.	5,8	9,1	0,1	-0,6	-0,3	233,1

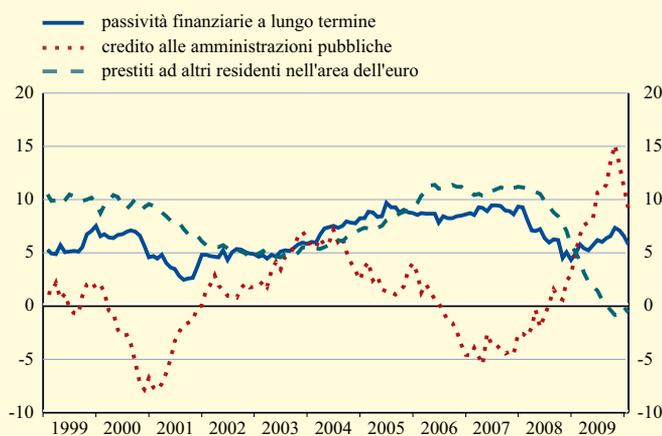
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

**2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>**

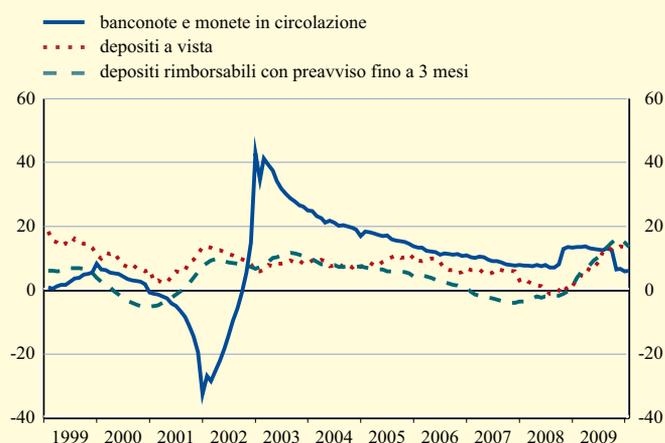
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

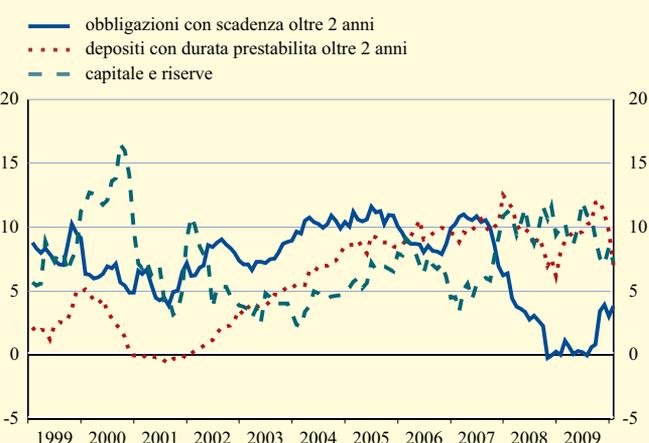
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2007	625,6	3.202,4	1.969,3	1.540,5	307,6	685,9	312,2	2.549,6	119,2	1.872,6	1.486,6
2008	709,9	3.263,0	2.469,6	1.567,0	354,3	755,3	266,8	2.575,5	121,2	1.990,7	1.607,1
2009 3° trim.	747,4	3.651,5	2.022,9	1.760,1	326,9	750,8	148,8	2.625,8	133,0	2.175,1	1.733,7
2009 ott.	745,2	3.713,4	1.952,5	1.783,5	300,6	744,7	139,4	2.615,3	134,1	2.174,1	1.743,0
nov.	753,6	3.700,8	1.916,3	1.791,3	310,2	727,2	134,5	2.623,2	133,1	2.186,2	1.784,7
dic.	754,3	3.724,5	1.885,4	1.802,8	348,8	673,9	132,7	2.642,0	131,3	2.189,1	1.787,7
2010 gen. <sup>(p)</sup>	761,2	3.788,4	1.843,7	1.816,3	307,4	662,9	132,7	2.694,2	131,9	2.181,5	1.788,2
<b>Transazioni</b>											
2008	83,3	43,4	466,0	20,0	48,0	32,9	-34,7	6,3	0,5	115,9	137,9
2009	43,0	446,8	-604,7	236,3	-5,3	-13,1	-131,3	77,5	8,7	192,2	137,5
2009 2° trim.	6,8	122,0	-128,2	55,4	10,9	-14,7	-14,0	15,3	4,2	45,3	66,5
3° trim.	13,1	136,7	-165,9	63,9	-24,3	7,4	-34,4	35,6	3,4	59,2	17,5
2009 ott.	-2,2	62,3	-69,4	23,4	-26,3	-5,3	-10,3	-6,9	1,1	-0,4	4,1
nov.	8,5	-11,8	-35,5	7,8	9,7	-19,4	-3,2	12,5	-1,0	13,0	21,9
dic.	0,7	20,8	-35,7	11,4	38,5	-2,7	0,3	2,0	-1,8	-0,4	11,7
2010 gen. <sup>(p)</sup>	6,9	61,9	-44,7	12,4	-41,5	-11,6	0,6	36,2	0,6	-9,7	-1,0
<b>Variazioni percentuali</b>											
2007 dic.	8,1	3,2	41,3	-3,4	15,8	9,2	62,1	6,3	9,5	12,5	10,9
2008 dic.	13,3	1,4	23,4	1,3	15,5	4,7	-11,6	0,3	0,4	6,2	9,4
2009 set.	12,5	12,8	-17,9	14,9	-3,0	3,1	-47,9	0,8	14,9	11,9	9,1
2009 ott.	6,5	12,9	-21,4	16,1	-11,8	2,7	-50,3	3,4	14,2	12,0	7,6
nov.	6,8	13,8	-23,9	16,1	-6,3	-0,9	-50,9	3,9	11,3	11,1	7,1
dic.	6,1	13,6	-24,3	15,1	-1,5	-1,8	-49,4	3,0	7,1	9,6	8,5
2010 gen. <sup>(p)</sup>	6,2	12,7	-22,6	13,7	-5,0	-4,9	-38,7	3,8	6,1	7,0	7,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

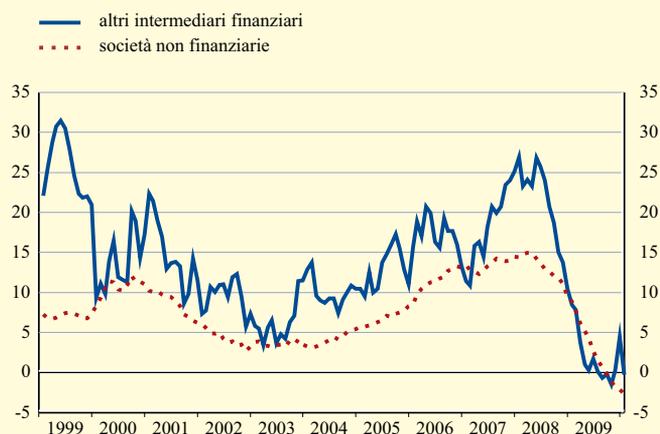
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>	Società non finanziarie			Famiglie <sup>4)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2007	107,5	880,5	4.385,0	1.282,1	860,2	2.242,7	4.788,9	616,5	3.425,2	747,1
2008	104,3	978,3	4.823,4	1.381,0	961,6	2.480,7	4.881,8	630,8	3.487,6	763,5
2009 3° trim.	94,3	1.008,5	4.749,5	1.238,0	953,7	2.557,7	4.908,5	630,3	3.509,3	768,9
2009 ott.	88,6	999,5	4.731,1	1.221,9	946,8	2.562,4	4.917,5	628,0	3.519,7	769,7
nov.	84,9	1.011,2	4.721,4	1.209,4	938,5	2.573,5	4.934,1	629,6	3.527,7	776,8
dic.	90,0	1.031,6	4.693,1	1.184,4	941,9	2.566,8	4.949,8	631,3	3.547,9	770,7
2010 gen. <sup>(p)</sup>	87,2	1.019,9	4.688,9	1.186,8	934,0	2.568,0	4.960,7	627,7	3.557,7	775,3
<b>Transazioni</b>										
2008	-4,4	88,6	419,1	86,9	120,1	212,2	80,9	10,5	53,2	17,2
2009	-12,9	42,2	-103,8	-187,8	-13,0	97,0	63,5	0,0	51,3	12,2
2009 2° trim.	2,3	52,7	-42,1	-51,7	-1,4	11,1	3,9	-4,7	2,4	6,1
3° trim.	-5,7	-15,2	-33,8	-44,4	-17,6	28,2	26,1	1,7	20,5	3,8
2009 ott.	-5,7	-7,6	-13,2	-16,5	-5,2	8,5	10,0	-1,4	10,1	1,3
nov.	-3,7	12,9	-8,0	-11,8	-7,1	10,8	16,6	0,7	8,0	7,8
dic.	5,0	11,0	-19,0	-23,7	4,5	0,2	15,0	1,5	18,8	-5,3
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-2,8	-30,5	-5,8	2,0	-7,1	-0,6	11,1	-2,4	9,4	4,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
2007 dic.	18,2	24,9	14,5	12,8	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	1,6	2,3
2009 set.	-7,3	-0,1	-0,2	-10,3	2,0	4,6	-0,3	-1,2	-0,6	1,5
2009 ott.	-12,8	-1,4	-1,2	-11,8	0,7	3,9	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
nov.	-14,4	0,3	-1,9	-12,2	-1,4	3,7	0,5	-1,0	0,3	2,5
dic.	-12,5	4,3	-2,2	-13,6	-1,4	3,9	1,3	0,0	1,5	1,6
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-9,7	-0,1	-2,7	-13,2	-3,0	3,2	1,6	-0,3	1,8	2,2

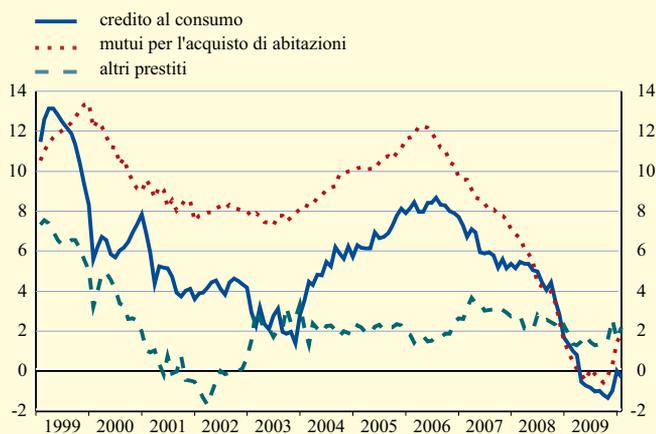
### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie**

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2008	93,0	69,3	5,7	18,0	962,1	555,0	169,0	238,0	4.828,4	1.377,6	961,4	2.489,4
2009 3° trim.	94,2	71,6	7,8	14,9	1.016,1	585,8	183,6	246,7	4.742,5	1.235,6	953,0	2.553,8
4° trim.	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,3	250,4	4.698,5	1.181,1	941,7	2.575,8
2009 nov. dic.	85,9 80,2	63,0 57,1	7,8 7,2	15,1 15,9	1.005,5 1.016,4	585,0 592,6	173,0 173,3	247,5 250,4	4.720,9 4.698,5	1.213,6 1.181,1	938,7 941,7	2.568,6 2.575,8
2010 gen. <sup>(p)</sup>	86,0	62,1	7,5	16,3	1.007,1	584,6	170,5	252,0	4.691,4	1.187,3	932,7	2.571,4
<b>Transazioni</b>												
2009	-11,3	-12,1	1,6	-0,7	43,2	28,6	7,6	7,0	-103,4	-187,8	-12,9	97,3
2009 3° trim.	-9,7	-9,9	0,4	-0,3	-8,6	-13,1	-1,2	5,8	-54,0	-59,3	-18,4	23,8
4° trim.	-14,0	-14,5	-0,5	1,0	-6,6	-1,7	-5,2	0,3	-27,7	-52,8	-7,3	32,4
2009 nov. dic.	-4,4 -5,7	-3,8 -6,0	-0,2 -0,5	-0,4 0,8	18,5 1,5	21,2 3,0	-2,9 -0,8	0,2 -0,7	-0,6 -13,0	-3,4 -31,1	-7,5 4,1	10,4 14,0
2010 gen. <sup>(p)</sup>	5,7	5,0	0,3	0,4	-28,0	-26,6	-3,5	2,1	-8,7	5,7	-8,2	-6,3
<b>Variazioni percentuali</b>												
2008 dic.	-4,1	-4,3	-23,7	5,0	10,5	5,4	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 set. dic.	-7,0 -12,5	-9,3 -17,5	23,1 27,4	-7,0 -3,8	-0,2 4,5	-4,8 5,1	7,5 4,4	6,5 2,9	-0,2 -2,1	-10,2 -13,7	2,0 -1,4	4,6 3,9
2009 nov. dic.	-14,6 -12,5	-19,5 -17,5	39,7 27,4	-9,0 -3,8	0,3 4,5	-3,9 5,1	3,8 4,4	9,0 2,9	-1,9 -2,1	-12,1 -13,7	-1,4 -1,4	3,7 3,9
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-9,7	-14,4	16,2	1,8	-0,3	-1,4	-3,3	4,2	-2,7	-13,2	-2,9	3,2

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2008	4.887,9	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,3	17,2	67,5	3.405,7	764,5	155,0	90,5	519,0
2009 3° trim.	4.915,6	631,8	133,4	195,8	302,6	3.514,6	15,2	62,3	3.437,1	769,2	148,8	87,9	532,5
4° trim.	4.955,4	633,5	133,7	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2009 nov. dic.	4.938,5 4.955,4	628,9 633,5	131,7 133,7	194,8 196,1	302,4 303,7	3.530,2 3.550,1	15,1 15,1	62,3 62,4	3.452,8 3.472,6	779,4 771,8	151,5 146,2	87,4 87,2	540,5 538,3
2010 gen. <sup>(p)</sup>	4.955,1	625,8	131,8	193,7	300,4	3.555,7	15,1	62,4	3.478,2	773,6	146,8	85,8	541,0
<b>Transazioni</b>													
2009	63,0	0,1	-3,3	-3,3	6,7	50,8	-2,3	-6,7	59,8	12,2	-8,0	-1,9	22,1
2009 3° trim.	25,2	-0,2	-2,4	-0,2	2,4	26,0	-0,5	-1,8	28,2	-0,5	-5,2	-0,2	4,8
4° trim.	40,0	1,6	1,0	0,0	0,6	33,8	-0,1	-0,1	34,1	4,6	-2,6	-0,1	7,3
2009 nov. dic.	17,6 16,1	-1,9 4,4	-0,2 2,3	-0,3 0,6	-1,4 1,5	7,8 18,6	-0,1 0,1	0,1 0,1	7,8 18,5	11,7 -6,9	5,1 -5,2	-0,1 0,0	6,6 -1,6
2010 gen. <sup>(p)</sup>	0,0	-6,5	-1,4	-2,4	-2,7	5,1	0,0	0,0	5,1	1,4	0,9	-1,4	2,0
<b>Variazioni percentuali</b>													
2008 dic.	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,1	4,0
2009 set. dic.	-0,3 1,3	-1,2 0,0	-3,3 -2,4	-4,4 -1,6	2,1 2,2	-0,6 1,5	-11,1 -13,4	-12,6 -9,8	-0,3 1,8	1,5 1,6	-3,0 -5,1	-3,8 -2,0	3,8 4,3
2009 nov. dic.	0,5 1,3	-1,0 0,0	-2,1 -2,4	-3,7 -1,6	1,4 2,2	0,3 1,5	-12,2 -13,4	-11,0 -9,8	0,6 1,8	2,6 1,6	-2,1 -5,1	-2,4 -2,0	4,9 4,3
2010 gen. <sup>(p)</sup>	1,6	-0,3	-1,8	-2,2	1,7	1,8	-13,7	-7,5	2,1	2,2	-2,7	-2,6	4,4

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Questa categoria include i fondi di investimento.
- 4) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2007	954,5	213,4	217,6	494,1	29,4	3.300,2	2.344,5	955,7	59,8	895,9
2008	968,0	227,0	210,1	508,6	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009 1° trim.	971,0	232,9	205,6	511,5	21,0	3.057,1	2.101,0	956,1	59,2	896,9
2° trim.	998,5	249,3	206,5	514,1	28,6	2.949,3	1.999,7	949,6	57,2	892,3
3° trim.	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,0	1.894,0	914,0	47,7	866,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.001,9	230,6	211,0	528,0	32,3	2.829,0	1.913,5	915,5	46,5	869,0
<b>Transazioni</b>										
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
2009 <sup>(p)</sup>	35,0	3,6	1,0	20,5	10,1	-383,4	-350,7	-32,7	-1,4	-31,4
2009 1° trim.	2,0	5,5	-4,4	2,2	-1,2	-234,0	-208,5	-25,7	0,3	-26,0
2° trim.	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,1	-79,0	7,2	-1,0	8,2
3° trim.	-3,8	-13,3	3,2	4,2	2,1	-75,3	-69,9	-5,4	0,6	-6,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	8,8	-5,5	1,3	11,4	1,6	-2,0	6,7	-8,9	-1,2	-7,6
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,8
dic. <sup>(p)</sup>	3,6	1,6	0,5	4,0	45,4	-11,8	-15,3	-3,4	-2,8	-3,5

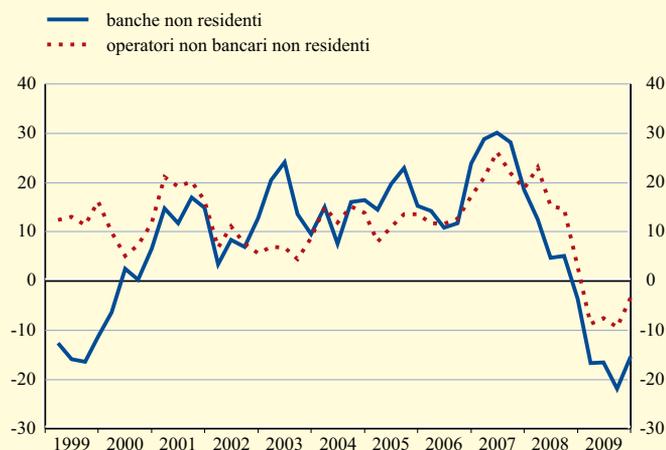
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

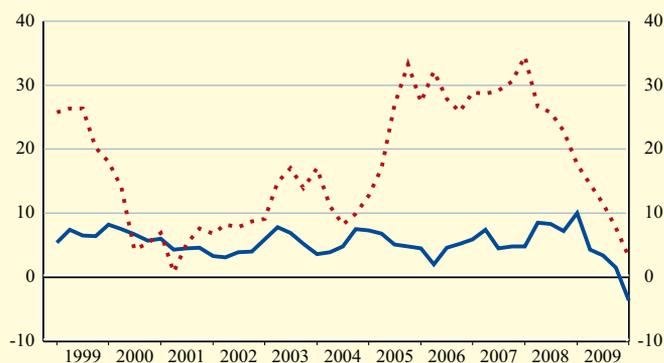
### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	689,5	70,8	69,6	526,4	0,8	1,1	20,8	1.525,0	311,8	345,5	708,1	12,2	0,3	147,1
2008	761,9	84,4	114,3	537,5	1,1	1,5	23,1	1.803,5	320,2	421,0	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 3° trim.	739,9	83,1	83,8	550,5	1,9	1,4	19,2	1.866,9	314,9	335,2	949,0	14,4	0,2	253,3
2009 ott.	742,3	88,8	83,9	548,0	2,0	1,4	18,3	1.844,7	318,9	337,2	938,8	15,8	0,1	233,9
nov.	734,5	84,6	79,1	545,7	2,0	1,4	21,6	1.850,3	325,9	332,3	938,0	16,1	0,0	237,9
dic.	738,1	84,0	86,9	543,3	2,1	1,4	20,2	1.854,9	312,1	332,2	940,6	15,9	0,0	254,1
2010 gen. <sup>4)</sup>	742,8	93,6	82,9	540,2	2,3	1,4	22,3	1.829,3	342,0	322,0	914,6	17,1	0,0	233,6
Transazioni														
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	269,3	4,5	72,2	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009	-27,9	-1,1	-30,5	5,6	1,0	-0,1	-2,8	58,2	5,6	-93,5	85,3	3,7	0,0	57,2
2009 2° trim.	-12,1	-5,4	-9,4	4,9	0,1	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	-21,5	-22,4	-1,5	3,6	0,4	0,1	-1,7
2009 ott.	2,5	5,7	0,1	-2,6	0,1	0,0	-0,8	-21,2	4,3	2,4	-9,8	1,4	0,0	-19,4
nov.	-8,1	-4,1	-4,9	-2,3	0,0	0,0	3,2	7,1	7,2	-4,4	0,0	0,3	-0,1	4,0
dic.	0,8	-1,2	5,7	-2,4	0,1	0,0	-1,3	-1,1	-14,7	-1,7	-0,5	-0,3	0,0	16,1
2010 gen. <sup>4)</sup>	4,4	9,5	-4,2	-3,1	0,2	0,0	2,1	-29,8	28,9	-11,2	-28,0	1,1	0,0	-20,6
Variazioni percentuali														
2007 dic.	4,8	1,1	17,5	4,9	-25,3	-	-16,4	34,5	12,0	39,7	49,5	16,4	-	19,1
2008 dic.	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,1	20,0	-2,5	-	34,6
2009 set.	1,5	9,3	-8,3	2,3	55,8	-	-5,9	7,7	1,9	-25,0	21,8	24,0	-	36,3
2009 ott.	0,9	6,3	-7,6	1,9	68,2	-	-12,7	5,3	0,4	-23,7	19,5	32,9	-	20,4
nov.	-0,8	-0,3	-17,5	1,6	89,8	-	9,6	5,0	7,9	-24,6	15,1	37,9	-	23,1
dic.	-3,7	-1,3	-26,5	1,0	95,8	-	-12,3	3,2	1,6	-22,0	10,0	30,0	-	29,0
2010 gen. <sup>4)</sup>	-3,3	-8,0	-18,0	-0,5	89,2	-	10,8	2,0	4,1	-12,4	4,0	33,7	-	14,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

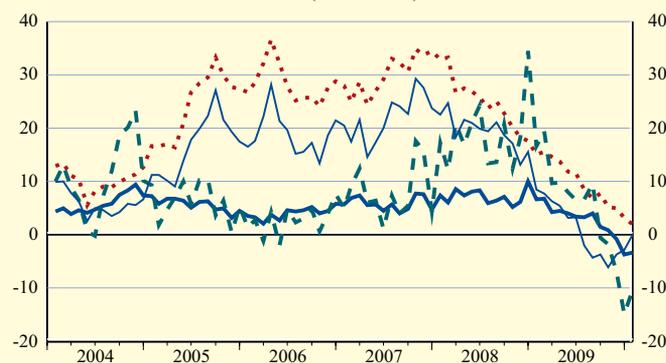
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ..... altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

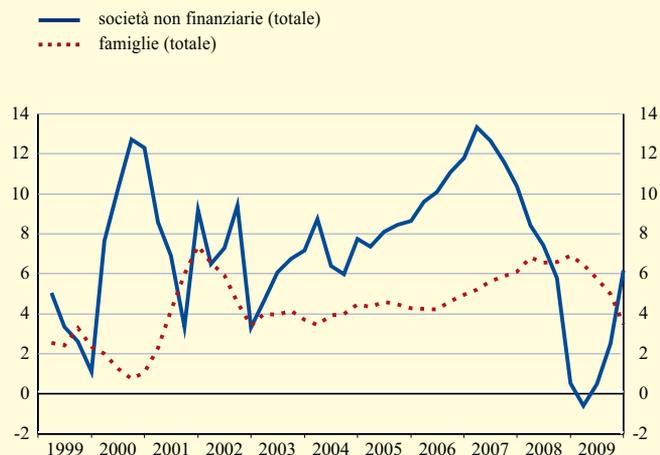
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze</b>														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,9	883,4	502,2	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 3° trim.	1.551,4	951,6	444,6	77,9	58,3	1,5	17,4	5.500,0	2.052,9	1.084,7	561,0	1.636,9	121,4	43,2
2009 ott.	1.561,3	963,5	442,6	78,5	60,1	1,5	15,1	5.510,8	2.084,9	1.040,3	573,8	1.648,2	123,8	39,9
nov.	1.564,1	971,3	435,6	79,7	61,2	1,6	14,8	5.507,6	2.098,9	1.010,6	584,2	1.650,7	124,7	38,5
dic.	1.603,7	1.001,3	434,7	80,8	68,7	1,7	16,3	5.590,2	2.155,4	988,3	605,5	1.679,9	123,7	37,3
2010 gen. <sup>6)</sup>	1.548,4	964,0	418,6	82,1	68,7	1,7	13,2	5.610,2	2.173,6	954,1	615,3	1.707,9	122,2	37,0
<b>Transazioni</b>														
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	93,3	114,3	-70,0	15,1	40,8	0,4	-7,4	186,9	320,3	-371,4	85,5	190,3	8,6	-46,3
2009 2° trim.	44,2	45,8	-16,0	1,3	11,3	0,1	1,7	59,8	110,9	-94,4	11,8	39,3	2,7	-10,6
3° trim.	34,6	35,7	-13,6	6,1	8,6	0,0	-2,2	-4,6	42,4	-100,0	24,8	32,9	3,1	-7,7
2009 ott.	10,7	12,3	-1,8	0,6	1,7	0,0	-2,2	11,6	32,1	-44,1	13,1	11,3	2,5	-3,3
nov.	3,5	8,3	-6,7	1,1	1,1	0,0	-0,3	-3,1	14,0	-29,6	10,5	2,5	0,9	-1,4
dic.	37,8	28,9	-1,4	1,1	7,6	0,1	1,5	81,6	56,1	-22,9	21,3	29,2	-1,0	-1,1
2010 gen. <sup>6)</sup>	-57,4	-38,5	-17,0	1,3	0,0	0,0	-3,1	18,6	18,5	-35,0	9,8	27,0	-1,5	-0,3
<b>Variazioni percentuali</b>														
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 dic.	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 set.	2,5	8,3	-14,0	20,1	127,8	8,4	-30,8	5,0	15,9	-15,4	6,3	13,2	16,3	-60,1
2009 ott.	3,7	11,9	-15,4	18,5	139,8	13,0	-47,7	4,3	17,3	-22,2	10,6	14,2	15,4	-60,6
nov.	4,0	11,5	-15,2	20,6	134,4	19,5	-40,7	3,5	16,8	-25,5	13,4	14,0	12,2	-59,5
dic.	6,2	12,9	-13,8	23,2	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 gen. <sup>6)</sup>	5,1	10,5	-12,8	21,1	115,1	32,9	-33,0	3,2	17,0	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6

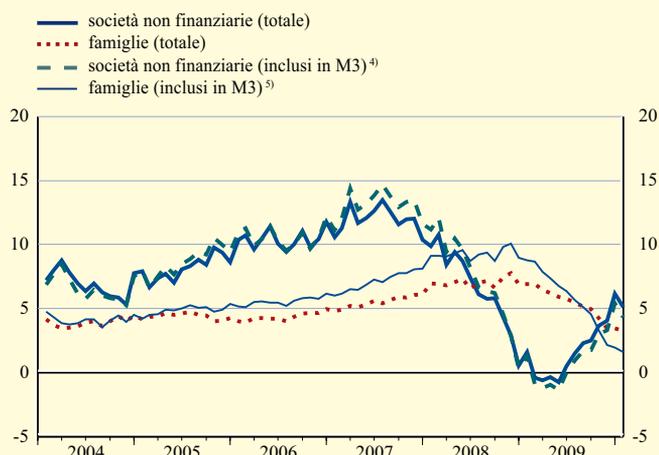
### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

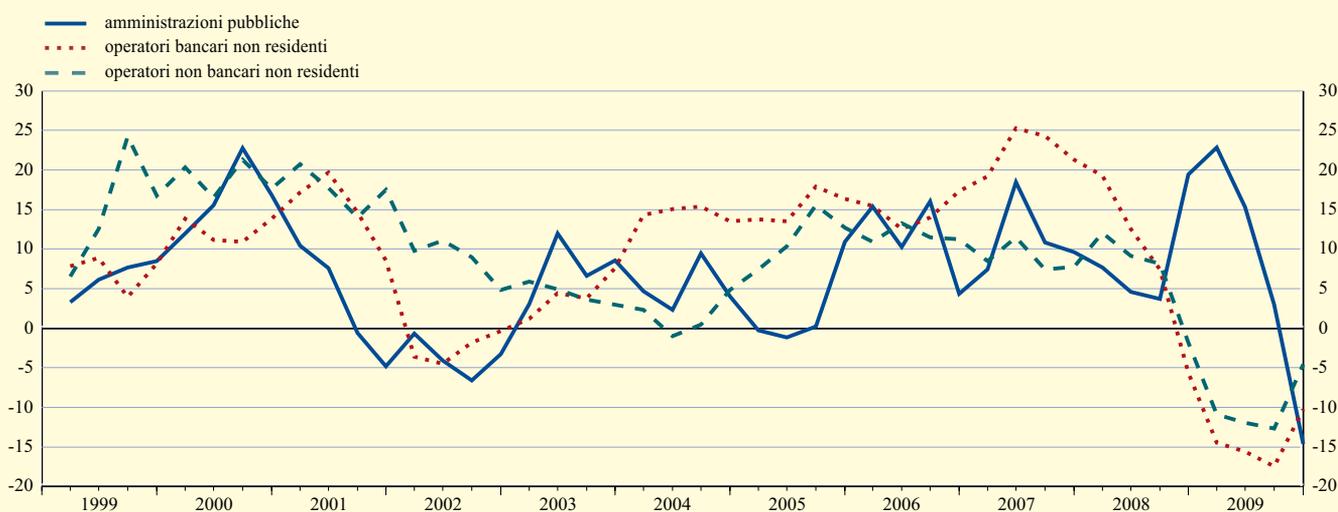
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2007	373,7	126,9	59,0	107,6	80,3	3.862,1	2.953,9	908,2	143,3	764,9
2008	445,0	191,0	52,3	115,9	85,8	3.713,9	2.816,9	897,0	65,8	831,2
2009 1° trim.	464,4	216,4	50,6	114,5	83,0	3.665,7	2.786,7	879,0	63,6	815,4
2° trim.	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,9	64,3	815,6
3° trim.	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	794,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	373,2	144,3	45,1	113,1	70,8	3.368,8	2.517,9	850,9	60,1	790,8
<b>Transazioni</b>										
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
2009 <sup>(p)</sup>	-64,8	-38,1	-7,2	-3,6	-15,4	-331,0	-289,9	-41,1	-1,3	-39,8
2009 1° trim.	15,7	22,5	-1,7	-2,3	-2,9	-108,9	-77,7	-31,3	-2,6	-28,7
2° trim.	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-60,5	-67,6	7,1	0,9	6,1
3° trim.	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,0	-7,1	-0,2	-6,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	-30,1	-12,7	-6,1	-9,9	-0,8	-81,5	-71,7	-9,8	0,6	-10,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
dic. <sup>(p)</sup>	-14,6	-20,0	-13,7	-3,1	-17,9	-8,9	-10,3	-4,6	-2,0	-4,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

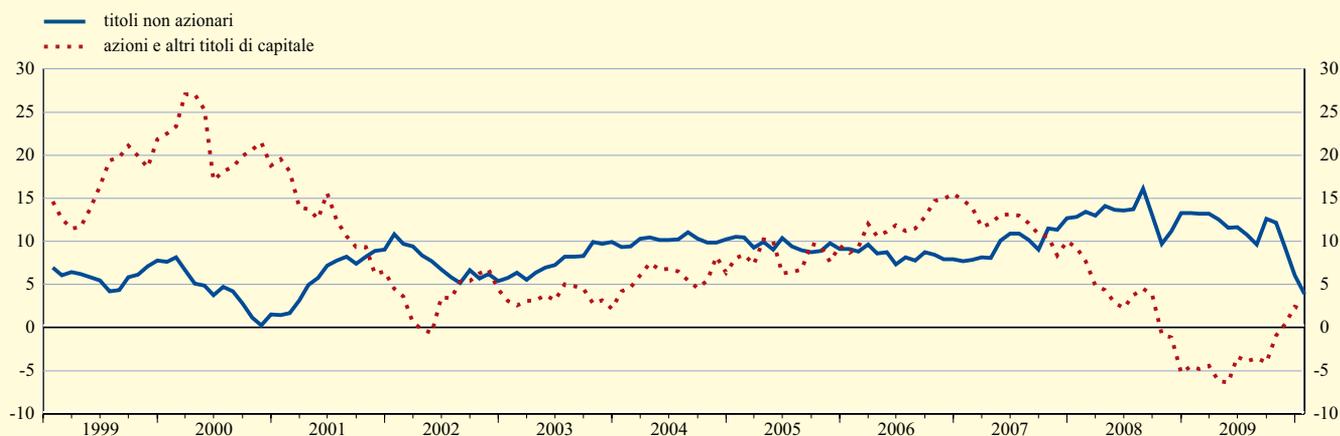
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2007	5.185,3	1.656,4	84,0	1.180,5	16,6	979,9	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 3° trim.	6.296,3	2.014,9	102,9	1.486,4	18,1	1.446,7	46,2	1.181,0	1.498,2	435,9	786,1	276,1
2009 ott.	6.271,2	1.991,3	102,8	1.500,3	17,3	1.447,8	42,4	1.169,3	1.502,0	437,0	787,9	277,1
2009 nov.	6.256,7	1.993,5	102,9	1.503,8	15,7	1.449,0	41,7	1.149,9	1.514,9	438,6	800,4	275,9
2009 dic.	6.212,6	1.970,6	108,9	1.466,6	16,0	1.458,4	39,5	1.152,5	1.517,4	437,7	799,5	280,2
2010 gen. <sup>(p)</sup>	6.225,1	1.975,0	111,6	1.478,9	19,0	1.426,3	41,0	1.173,1	1.531,7	448,5	803,8	279,4
<b>Transazioni</b>												
2008	692,8	212,4	5,9	36,5	1,9	390,7	19,0	26,4	-84,2	22,9	-56,6	-50,5
2009	356,6	80,1	16,2	233,3	-3,2	102,9	-12,0	-60,8	35,9	23,3	9,8	2,8
2009 2° trim.	176,8	34,7	4,1	83,7	0,5	56,3	-1,6	-0,8	16,6	7,2	5,8	3,6
2009 3° trim.	21,2	-4,0	-0,3	34,0	-1,8	-6,1	-0,4	-0,2	7,3	9,0	0,3	-1,9
2009 ott.	-23,9	-22,4	0,1	14,2	-0,7	-1,4	-3,5	-10,4	6,0	1,9	2,8	1,4
2009 nov.	-8,5	-0,9	1,4	2,3	-1,6	1,4	-0,3	-10,8	13,9	2,4	12,6	-1,0
2009 dic.	-62,5	-22,3	2,6	-34,7	0,0	13,1	-3,5	-17,6	-4,5	-0,4	-7,2	3,0
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-10,3	3,6	-0,3	13,5	2,4	-32,4	0,2	2,7	18,3	12,4	5,3	0,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2007 dic.	12,7	8,7	25,4	-6,8	10,7	50,2	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 dic.	13,3	12,7	8,1	3,1	9,9	40,0	57,2	2,2	-5,3	5,4	-6,7	-15,3
2009 set.	12,6	11,4	4,1	24,2	15,5	24,9	-4,9	-5,6	-4,1	2,6	-8,2	-2,3
2009 ott.	12,2	8,5	5,7	26,8	-0,2	20,5	-9,3	-2,3	-0,9	6,2	-4,3	-1,9
2009 nov.	9,3	5,8	10,8	23,1	-3,9	14,3	-9,2	-3,3	0,4	7,4	-2,0	-3,0
2009 dic.	6,0	4,2	17,1	18,9	-16,1	7,6	-23,0	-5,0	2,4	5,5	1,2	1,0
2010 gen. <sup>(p)</sup>	3,9	1,3	12,2	15,1	-12,8	5,5	-22,8	-4,7	2,0	7,4	0,5	-2,0

## F14 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**  
(miliardi di euro)

**1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie<sup>3)</sup>**

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009	-7,3	-1,7	-2,2	-3,4	-3,9	0,0	-0,2	-3,6	-7,2	-1,5	-1,2	-4,5
2009 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.	-1,7	-0,3	-0,5	-0,9	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,3	-0,2	-1,0
4° trim.	-2,3	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	0,0	0,0	-0,9	-2,1	-0,3	-0,6	-1,2
2009 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.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
dic.	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,3	-0,2	-0,3	-0,7
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,4	-0,1	-0,6

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-30,0	-9,7	-10,2	-10,1	-6,3	-2,5	-3,8
2009 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
4° trim.	-9,8	-2,3	-4,0	-3,5	-1,5	-0,3	-1,2
2009 ott.	-3,4	-0,7	-1,3	-1,4	-0,4	-0,1	-0,3
nov.	-1,7	-0,3	-0,7	-0,6	-0,2	0,0	-0,3
dic.	-4,8	-1,3	-2,0	-1,5	-0,9	-0,3	-0,6
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-3,6	-1,2	-1,0	-1,3	-0,5	-0,3	-0,1

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009	2,7	7,5	0,2	-3,4	-0,1	-0,1	0,8	-2,3	6,3	1,6	3,0	1,7
2009 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	16,0	4,9	9,2	1,9
4° trim.	1,9	1,3	0,1	-1,7	-0,1	1,0	0,0	1,4	-0,8	-2,2	0,7	0,7
2009 ott.	2,4	1,6	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,0	0,7	-2,5	-0,9	-1,2	-0,4
nov.	2,4	1,1	0,0	1,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-1,0	-0,7	-0,1	-0,1
dic.	-2,9	-1,5	0,0	-2,6	-0,1	0,6	0,0	0,6	2,7	-0,6	2,0	1,2
2010 gen. <sup>(p)</sup>	-0,9	0,5	0,1	-1,2	0,0	-0,8	0,1	0,4	-4,1	-1,6	-0,9	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

## 2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
2007	6.087,5	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9.054,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.860,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,8	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 1° trim.	6.607,9	90,9	9,1	6,3	0,3	1,2	0,7	9.989,5	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,5
2° trim.	6.625,7	92,2	7,8	5,1	0,3	1,1	0,8	10.145,9	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,5
3° trim.	6.287,5	92,4	7,6	4,8	0,4	1,1	0,8	10.061,2	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	6.308,0	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.160,0	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
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	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.	2.564,0	49,1	50,9	34,3	1,5	2,5	9,5	858,5	54,1	45,9	30,6	1,5	1,6	7,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.517,9	49,3	50,7	34,1	1,6	2,2	9,7	850,9	53,1	46,9	31,5	1,3	1,7	7,5

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

	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008	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.	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
3° trim.	5.203,2	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.179,6	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5

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 informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

**2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
2007	5.794,2	-	-	-	-	-	11.098,9	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008	6.312,6	-	-	-	-	-	11.739,4	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 1° trim.	6.128,0	-	-	-	-	-	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.	5.911,4	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
4° trim. <sup>(p)</sup>	5.956,1	-	-	-	-	-	11.752,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
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	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.	1.894,0	45,5	54,5	29,9	2,7	3,1	12,6	914,0	40,4	59,6	41,9	1,5	3,8	7,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.913,5	45,9	54,1	29,5	2,5	3,0	12,6	915,5	39,9	60,1	42,0	1,5	3,7	8,1

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>3)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
2007	1.740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.210,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	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	2.834,2	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.	2.117,9	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.997,4	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.079,5	94,8	5,2	3,0	0,2	0,3	1,4	2.980,6	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
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	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.	597,8	52,1	47,9	27,6	0,3	1,6	13,9	617,8	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.	562,7	56,3	43,7	25,3	0,6	0,5	14,7	618,3	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	547,8	55,6	44,4	26,5	0,4	0,5	14,9	604,6	34,7	65,3	38,6	4,0	0,9	15,5

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 informazioni, cfr. le Note generali.

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

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

## 2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; 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 giu.	4.709,9	378,1	1.872,8	1.251,5	627,6	200,7	379,2
lug.	5.011,3	371,0	1.938,4	1.440,5	653,4	206,0	402,0
ago.	5.103,0	374,7	1.969,6	1.496,2	661,9	206,2	394,4
set.	5.159,2	348,9	1.998,9	1.544,1	681,7	201,9	383,8
ott.	5.167,3	351,1	2.016,6	1.521,6	687,1	203,4	387,5
nov.	5.231,5	340,2	2.041,8	1.560,1	692,6	203,5	393,3
dic. <sup>(p)</sup>	5.361,7	344,0	2.076,5	1.670,5	707,5	207,9	355,3
Transazioni							
2009 2° trim.	106,8	-0,7	99,8	19,5	2,2	9,7	-23,8
3° trim.	172,7	-9,0	70,4	112,1	10,3	1,7	-12,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	94,1	-10,8	61,6	46,0	14,3	5,6	-22,6

### 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	Fondi di investimento		
							Detenute da non residenti nell'area dell'euro
1	2	3	4	5	6	7	
Consistenze in essere							
2009 giu.	4.709,9	98,6	4.276,9	3.494,7	457,2	782,3	334,4
lug.	5.011,3	102,8	4.550,9	3.726,5	481,3	824,4	357,6
ago.	5.103,0	105,8	4.646,3	3.801,8	492,9	844,5	350,9
set.	5.159,2	96,7	4.736,0	3.873,2	515,3	862,8	326,5
ott.	5.167,3	95,5	4.738,8	3.863,9	522,3	874,9	333,0
nov.	5.231,5	96,2	4.799,2	3.898,8	528,1	900,4	336,1
dic. <sup>(p)</sup>	5.361,7	99,2	4.955,2	4.005,6	538,6	949,7	307,3
Transazioni							
2009 2° trim.	106,8	0,3	93,2	74,7	20,9	18,5	13,3
3° trim.	172,7	0,9	186,6	100,0	18,0	86,6	-14,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	94,1	3,0	111,7	68,0	13,5	43,8	-20,8

### 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 mag.	4.195,3	1.348,1	1.078,5	1.087,7	221,1	79,6	380,3	4.128,6	66,7	1.295,0
giu.	4.276,9	1.425,5	1.077,2	1.093,3	221,0	79,3	380,6	4.209,3	67,6	1.269,1
lug.	4.550,9	1.494,5	1.249,7	1.112,6	223,3	78,1	392,8	4.483,0	67,9	1.285,4
ago.	4.646,3	1.516,3	1.293,0	1.141,0	226,4	78,2	391,3	4.578,1	68,2	1.285,2
set.	4.736,0	1.531,8	1.344,9	1.166,1	222,8	77,4	393,1	4.668,1	67,9	1.253,0
ott.	4.738,8	1.547,3	1.322,2	1.178,3	227,2	78,8	385,0	4.671,2	67,6	1.246,2
nov.	4.799,2	1.561,0	1.349,0	1.193,9	229,6	78,8	386,9	4.731,8	67,4	1.223,7
dic. <sup>(p)</sup>	4.955,2	1.577,5	1.449,4	1.215,2	234,4	84,4	394,2	4.884,4	70,8	1.201,6
Transazioni										
2009 giu.	69,5	60,7	2,3	-13,8	7,7	7,1	5,5	69,2	0,3	-27,8
lug.	132,1	41,9	84,4	1,4	0,4	-1,8	5,8	131,9	0,2	16,4
ago.	28,3	11,6	9,9	7,5	1,6	-0,8	-1,4	28,4	-0,1	3,9
set.	26,2	4,4	9,9	12,9	-0,2	-0,1	-0,8	25,6	0,6	-29,2
ott.	31,7	13,3	4,1	15,1	2,5	1,2	-4,4	32,1	-0,4	-5,8
nov.	19,5	8,6	5,4	4,0	0,9	-0,5	1,1	19,6	-0,1	-20,4
dic. <sup>(p)</sup>	60,6	9,0	24,8	12,9	5,8	4,9	3,1	58,0	2,5	-32,6

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 <sup>1)</sup>, 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
<b>Consistenze in essere</b>											
2009 1° trim.	1.710,6	1.233,9	340,9	628,6	151,5	4,0	108,7	476,7	142,4	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.	1.998,9	1.384,9	388,6	669,0	186,3	4,8	136,2	613,9	180,2	234,4	21,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.076,5	1.414,1	387,7	689,4	187,5	5,4	144,0	662,5	199,0	251,6	15,9
<b>Transazioni</b>											
2009 2° trim.	99,8	32,1	3,5	10,2	11,3	-0,8	7,9	67,7	6,7	48,7	-2,6
3° trim.	70,4	48,1	10,6	20,9	6,6	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	61,6	23,5	-2,9	18,1	0,7	0,5	7,2	38,1	17,2	15,2	-6,1

**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
<b>Consistenze in essere</b>											
2009 1° trim.	1.070,5	502,9	48,1	-	26,2	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.	1.544,1	701,1	97,2	-	35,5	24,8	543,4	843,0	127,0	265,1	61,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.670,5	721,3	97,2	-	35,7	23,9	564,5	949,2	138,3	295,3	65,8
<b>Transazioni</b>											
2009 2° trim.	19,5	-4,1	1,3	-	-1,4	-3,5	-1,3	23,6	4,3	1,0	7,1
3° trim.	112,1	34,0	7,5	-	3,8	2,3	20,9	78,1	2,4	34,0	1,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	46,0	2,9	4,4	-	1,0	-0,6	-1,8	43,1	3,8	8,4	3,6

**3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari <sup>2)</sup>**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
	Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	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
<b>Consistenze in essere</b>											
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.	681,7	593,4	78,1	-	515,3	-	-	88,3	14,5	19,0	0,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	707,5	612,7	74,1	-	538,6	-	-	94,8	15,6	19,0	0,3
<b>Transazioni</b>											
2009 2° trim.	2,2	15,8	-5,1	-	20,9	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
3° trim.	10,3	11,8	-6,2	-	18,0	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	14,3	9,1	-4,5	-	13,5	-	-	5,2	0,9	0,4	0,1

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
<b>3° trim. 2009</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						442,2
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						-21,9
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.067,9	110,4	675,4	52,6	229,5	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	26,2	4,8	14,2	3,5	3,8	
Consumo di capitale fisso	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	625,3	33,7	222,3	308,2	61,2	91,2
Interessi	382,6	31,4	60,6	229,4	61,1	54,0
Altri redditi da capitale	242,7	2,3	161,6	78,7	0,0	37,2
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	238,2	200,9	32,3	4,8	0,3	1,2
Contributi sociali	410,1	410,1				1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	446,4	1,4	15,8	31,1	398,0	0,8
Altri trasferimenti correnti	178,2	67,8	24,3	42,8	43,3	7,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	41,4	30,7	9,1	0,9	0,7	1,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	41,2			41,2		0,5
Altro	95,6	37,1	15,2	0,7	42,6	5,6
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.774,9	1.303,9			471,0	
Spese per consumi individuali	1.589,6	1.303,9			285,7	
Spese per consumi collettivi	185,3				185,3	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,0	0,1	0,6	14,3	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	434,1	139,9	225,4	11,4	57,3	
Investimenti fissi lordi	443,2	138,2	236,3	11,3	57,4	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-9,1	1,7	-10,9	0,1	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,2	-2,3	0,8	0,1	1,1	0,2
Trasferimenti in conto capitale	34,1	7,8	1,0	1,9	23,4	3,5
Imposte in conto capitale	6,7	5,5	0,2	1,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	27,4	2,4	0,8	0,9	23,4	3,5
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-2,6	59,8	50,5	27,1	-139,9	2,6
Discrepanza statistica	0,0	-0,1	0,1	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
<b>3° trim. 2009</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						420,3
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.13,5	499,9	1.134,3	1010,5	277,8	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	217,4					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.230,9					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
Redditi da lavoro dipendente	1.069,2	1.069,2				3,4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	244,6				244,6	-1,0
Redditi da capitale	620,9	211,8	85,6	306,8	16,8	95,6
Interessi	373,1	56,8	38,6	269,2	8,5	63,5
Altri redditi da capitale	247,9	155,0	47,0	37,6	8,2	32,0
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	238,7				238,7	0,7
Contributi sociali	410,1	1,1	16,5	46,2	346,3	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	444,4	444,4				2,7
Altri trasferimenti correnti	155,5	87,0	8,8	42,3	17,4	29,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	41,2			41,2		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	40,5	33,4	6,2	0,6	0,3	1,2
Altro	73,8	53,6	2,6	0,5	17,1	27,5
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	15,0	15,0				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	354,2	98,2	198,4	11,5	46,1	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	35,6	9,9	17,2	1,0	7,5	2,0
Imposte in conto capitale	6,7				6,7	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	28,9	9,9	17,2	1,0	0,7	2,0
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>3° trim. 2009</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.161,2	14.660,5	32.623,9	12.177,6	6.140,3	3.367,8	15.061,3
Oro monetario e DSP				234				
Banconote, monete e depositi		6.303,3	1.732,6	9.960,4	2.054,5	846,4	751,3	3.888,8
Titoli di debito a breve termine		45,1	91,8	640,7	381,3	349,5	25,2	829,3
Titoli di debito a lungo termine		1.396,9	144,1	6.150,5	1.879,4	2.049,1	353,0	3.168,3
Prestiti		68,7	2.841,3	12.808,3	2.957,9	425,0	468,5	1.806,8
<i>di cui a lungo termine</i>		49,8	1.650,0	9.764,5	2.472,9	310,3	358,2	.
Azioni e altre partecipazioni		3.790,9	6.560,0	1.915,9	4.707,6	2.022,1	1.167,3	4.658,1
Azioni quotate		643,9	1.090,4	488,6	1.362,5	426,0	265,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		1.830,6	5.131,6	1.089,1	2.767,3	434,0	773,8	.
Quote di fondi di investimento		1.316,3	338,0	338,2	577,8	1.162,1	128,3	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.296,1	143,2	1,9	0,0	187,7	3,2	153,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		260,1	3.147,5	912,2	196,9	260,6	599,4	556,4
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		90,9	28,3	-600,0	147,5	59,1	-55,2	9,3
Oro monetario e DSP				0,1				-0,1
Banconote, monete e depositi		-0,8	39,6	-571,6	2,2	-1,9	-70,9	-121,7
Titoli di debito a breve termine		-4,0	-8,0	-8,3	0,3	-0,8	-0,8	30,2
Titoli di debito a lungo termine		8,8	-15,1	38,8	63,9	27,2	8,2	12,6
Prestiti		1,0	5,8	-52,1	-17,1	0,2	20,2	-23,7
<i>di cui a lungo termine</i>		0,7	-25,3	36,7	-33,0	2,4	15,8	.
Azioni e altre partecipazioni		22,0	60,0	-14,0	80,5	37,3	-9,7	114,4
Azioni quotate		-0,6	42,5	-14,0	86,6	-74,1	2,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		12,1	24,6	11,7	-16,8	-0,9	-18,9	.
Quote di fondi di investimento		10,4	-7,0	-11,6	10,6	112,4	6,6	.
Riserve tecniche di assicurazione		60,5	-0,2	0,0	0,0	0,6	0,0	6,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		3,5	-53,7	7,1	17,7	-3,5	-2,2	-9,3
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		457,9	659,0	129,9	363,9	145,6	57,2	285,1
Oro monetario e DSP				51,9				
Banconote, monete e depositi		-1,6	-12,6	-53,9	-4,6	0,6	0,7	-65,5
Titoli di debito a breve termine		0,3	6,5	-1,3	-2,3	0,4	0,0	-4,6
Titoli di debito a lungo termine		28,7	20,3	31,7	38,3	32,2	2,0	-3,6
Prestiti		0,0	1,8	-50,9	-10,5	-0,2	-0,3	6,1
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	10,8	-24,2	6,4	0,3	-0,3	.
Azioni e altre partecipazioni		348,8	586,6	156,3	347,8	113,4	54,1	360,5
Azioni quotate		90,4	124,4	64,5	246,0	51,7	36,2	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		173,7	448,7	80,2	93,9	22,5	11,1	.
Quote di fondi di investimento		84,6	13,5	11,6	7,9	39,2	6,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		94,2	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	-0,4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-12,5	56,3	-4,0	-4,8	-0,2	0,8	-7,3
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		17.710,0	15.347,8	32.153,7	12.689,0	6.345,0	3.369,8	15.355,8
Oro monetario e DSP				285,9				
Banconote, monete e depositi		6.300,9	1.759,6	9.334,9	2.052,1	845,1	681,1	3.701,5
Titoli di debito a breve termine		41,4	90,4	631,2	379,3	349,1	24,4	854,9
Titoli di debito a lungo termine		1.434,4	149,3	6.221,0	1.981,6	2.108,4	363,2	3.177,2
Prestiti		69,7	2.848,9	12.705,3	2.930,3	425,0	488,3	1.789,2
<i>di cui a lungo termine</i>		50,5	1.635,5	9.777,0	2.446,3	313,0	373,7	.
Azioni e altre partecipazioni		4.161,7	7.206,6	2.058,3	5.135,9	2.172,8	1.211,7	5.133,0
Azioni quotate		733,7	1.257,3	539,2	1.695,2	403,6	303,8	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.016,5	5.604,9	1.180,9	2.844,4	455,6	766,1	.
Quote di fondi di investimento		1.411,4	344,4	338,2	596,4	1.313,7	141,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.450,9	142,9	1,9	0,0	187,7	3,2	160,2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		251,1	3.150,1	915,3	209,7	256,8	598,0	539,8
<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
<b>3° trim. 2009</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.407,6	23.202,6	31.800,3	11.966,9	6.295,3	7.955,9	13.330,0
Oro monetario e DSP				234				
Banconote, monete e depositi			25,4	22.696,3	30,1	0,0	253,7	2.531,8
Titoli di debito a breve termine			293,2	727,0	75,8	9,7	1.010,9	246,3
Titoli di debito a lungo termine			512,3	4.523,0	2.343,6	30,5	4.960,4	2.771,4
Prestiti		5.735,3	8.375,4		2.722,4	267,5	1.307,0	2.968,9
<i>di cui a lungo termine</i>		5.363,9	5.894,4		1.838,5	84,4	1.094,2	.
Azioni e altre partecipazioni			10.694,2	2.784,5	6.572,5	423,6	4,5	4.336,3
Azioni quotate			2.802,8	450,0	113,0	141,4	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,3	7.891,4	1.065,6	2.338,5	281,3	4,5	.
Quote di fondi di investimento				1.268,9	4.121,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,8	331,8	65,1	0,8	5.353,9	0,4	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		632,2	2.970,3	1.004,3	221,7	210,2	419,0	475,3
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.497,3	10.753,6	-8.542,1	823,6	210,7	-155,0	-4.588,1	.
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		31,2	-22,2	-645,2	166,5	58,1	84,7	6,7
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0,0	-660,7	-3,0	0,0	-5,2	-56,4
Titoli di debito a breve termine			8,1	-42,8	-1,9	-1,3	41,7	5,1
Titoli di debito a lungo termine			12,3	40,2	20,2	2,2	67,9	1,3
Prestiti		24,3	-72,9		1,4	-7,7	6,4	-17,2
<i>di cui a lungo termine</i>		32,4	-10,1		-5,0	0,2	6,5	.
Azioni e altre partecipazioni			47,7	-6,6	171,7	0,2	0,8	76,7
Azioni quotate			9,7	5,3	1,4	0,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,0	38,0	-3,0	-30,9	0,1	0,8	.
Quote di fondi di investimento				-8,9	201,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	0,7	1,8	0,0	65,2	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		6,8	-18,1	23,0	-21,9	-0,4	-26,9	-2,8
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-2,6	59,7	50,6	45,1	-19,1	1,0	-139,9	2,6
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-3,3	1.150,2	170,2	312,9	144,5	67,0	205,1
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0,0	-109,3	0,0	0,0	0,0	-27,5
Titoli di debito a breve termine			-1,9	-4,0	-1,1	0,0	-1,0	7,0
Titoli di debito a lungo termine			10,5	18,8	-0,2	-0,1	75,6	45,0
Prestiti		-2,9	6,0		-26,6	-0,2	-0,2	-30,1
<i>di cui a lungo termine</i>		-1,9	2,9		6,3	0,0	-0,2	.
Azioni e altre partecipazioni			1.136,3	230,5	324,7	53,7	0,0	222,1
Azioni quotate			456,6	140,2	36,8	34,6	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,1	679,7	97,6	55,2	19,1	0,0	.
Quote di fondi di investimento				-7,3	232,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,0	0,0	0,0	93,3	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-0,4	-0,8	34,3	16,1	-2,2	-7,4	-11,3
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-28,1	461,2	-491,2	-40,3	51,0	1,1	-9,8	80,0
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.435,5	24.330,6	31.325,3	12.446,4	6.498,0	8.107,6	13.541,8
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			25,4	21.926,3	27,1	0,0	248,5	2.447,9
Titoli di debito a breve termine			299,4	680,2	72,8	8,4	1.051,6	258,4
Titoli di debito a lungo termine			535,2	4.582,0	2.363,7	32,6	5.103,9	2.817,7
Prestiti		5.756,6	8.308,5		2.697,2	259,6	1.313,2	2.921,5
<i>di cui a lungo termine</i>		5.394,4	5.887,2		1.839,9	84,5	1.100,5	.
Azioni e altre partecipazioni			11.878,2	3.008,4	7.068,9	477,5	5,3	4.635,2
Azioni quotate			3.269,2	595,5	151,1	176,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,4	8.609,1	1.160,3	2.362,8	300,5	5,3	.
Quote di fondi di investimento				1.252,7	4.555,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,9	332,5	66,9	0,8	5.512,4	0,4	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		638,6	2.951,4	1.061,6	215,9	207,5	384,7	461,2
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.528,0	11.274,5	-8.982,7	828,4	242,6	-153,0	-4.737,8	.

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2005	2006	2007	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.906,7	4.069,1	4.255,2	4.398,2	4.432,2	4.439,1	4.438,1	4.431,2
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	129,8	128,6	136,7	135,2	131,7	129,7	123,0	119,6
Consumo di capitale fisso	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.585,6	3.012,8	3.584,1	3.859,6	3.861,8	3.749,6	3.516,9	3.254,5
Interessi	1.344,5	1.643,2	2.057,2	2.298,0	2.308,2	2.220,5	2.062,8	1.849,9
Altri redditi da capitale	1.241,1	1.369,6	1.526,9	1.561,6	1.553,7	1.529,1	1.454,1	1.404,7
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.142,3	1.124,2	1.112,9	1.075,1	1.044,8
Contributi sociali	1.477,8	1.540,5	1.596,3	1.646,3	1.661,6	1.669,6	1.670,5	1.674,3
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.505,5	1.553,2	1.597,4	1.648,4	1.666,2	1.690,0	1.721,3	1.752,8
Altri trasferimenti correnti	712,0	723,6	753,2	782,7	790,5	784,7	775,8	765,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179,6	179,9	184,2	188,3	189,1	186,4	182,7	178,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Altro	351,9	363,4	384,8	405,7	411,3	410,8	409,8	409,1
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.355,0	6.631,4	6.892,3	7.117,3	7.155,1	7.165,3	7.160,8	7.156,4
Spese per consumi individuali	5.690,2	5.946,3	6.181,5	6.376,9	6.405,7	6.405,4	6.393,7	6.382,6
Spese per consumi collettivi	664,8	685,1	710,8	740,3	749,4	759,9	767,1	773,8
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	60,8	62,9	59,8	64,5	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.716,2	1.876,5	2.021,2	2.073,7	2.065,2	1.998,6	1.900,2	1.819,5
Investimenti fissi lordi	1.708,1	1.852,5	1.993,0	2.046,8	2.027,8	1.975,0	1.903,4	1.842,9
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	8,1	24,0	28,2	26,9	37,4	23,6	-3,1	-23,4
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,4	-0,4	-1,1	0,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Trasferimenti in conto capitale	183,6	170,0	151,2	163,8	164,6	161,8	169,3	168,1
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Altri trasferimenti in conto capitale	159,2	147,4	126,9	139,6	140,7	138,2	140,7	139,1
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	14,3	-13,9	23,1	-94,9	-132,6	-149,1	-129,4	-98,4

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	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.294,1	7.633,5	8.039,2	8.277,2	8.300,6	8.251,6	8.169,2	8.118,1
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	845,2	913,8	959,4	953,6	947,2	929,6	912,0	899,6
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	8.139,3	8.547,3	8.998,6	9.230,8	9.247,8	9.181,3	9.081,3	9.017,7
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
Redditi da lavoro dipendente	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	988,2	1.054,0	1.103,2	1.094,8	1.084,5	1.064,9	1.042,2	1.028,6
Redditi da capitale	2.584,0	3.017,4	3.585,4	3.799,8	3.782,5	3.666,3	3.448,3	3.193,7
Interessi	1.319,1	1.613,7	2.016,3	2.240,7	2.250,8	2.161,2	2.004,9	1.792,3
Altri redditi da capitale	1.264,9	1.403,7	1.569,0	1.559,1	1.531,7	1.505,1	1.443,4	1.401,4
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	939,5	1.032,9	1.119,2	1.150,6	1.132,5	1.121,0	1.081,6	1.050,5
Contributi sociali	1.477,0	1.539,8	1.595,5	1.645,8	1.661,0	1.668,8	1.669,5	1.673,4
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.497,9	1.545,2	1.588,4	1.639,9	1.658,0	1.681,9	1.713,4	1.745,1
Altri trasferimenti correnti	630,4	635,5	661,0	681,1	685,9	681,2	674,0	663,3
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180,5	180,2	184,1	188,7	190,2	187,4	183,4	178,5
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,3	177,1	181,5	185,5	186,5	183,7	179,9	175,2
Altro	271,6	278,2	295,4	306,9	309,2	310,0	310,7	309,5
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
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	60,0	64,6	65,3	65,3	64,7	63,0
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.189,4	1.249,9	1.317,8	1.366,8	1.381,4	1.393,0	1.401,5	1.408,3
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	196,7	184,5	165,9	177,0	175,5	170,2	177,8	176,9
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Altri trasferimenti in conto capitale	172,3	161,9	141,6	152,7	151,6	146,7	149,2	147,9
<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	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.913,9	4.076,6	4.263,3	4.406,6	4.440,6	4.447,3	4.446,3	4.439,4
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.338,0	1.414,2	1.497,8	1.544,2	1.550,3	1.543,7	1.530,7	1.519,8
Interessi attivi (+)	225,5	261,7	305,1	336,3	336,7	324,2	300,7	270,0
Interessi passivi (-)	130,5	163,4	208,9	233,9	233,0	216,5	190,9	161,1
Altri redditi da capitali attivi (+)	702,8	748,3	792,9	808,4	798,8	793,2	768,7	753,9
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,5	9,8	9,9	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	741,7	794,3	851,6	889,3	891,8	889,1	875,8	869,3
Contributi sociali netti (-)	1.473,8	1.536,5	1.592,1	1.641,9	1.657,2	1.665,2	1.666,0	1.669,8
Prestazioni sociali nette (+)	1.492,6	1.539,7	1.582,8	1.634,1	1.652,2	1.676,0	1.707,6	1.739,2
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,3	66,4	68,9	69,8	71,0	72,8	76,1	79,1
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.383,6</b>	<b>5.602,8</b>	<b>5.848,3</b>	<b>6.024,4</b>	<b>6.057,6</b>	<b>6.076,4</b>	<b>6.087,2</b>	<b>6.091,0</b>
Spese per consumi finali (-)	4.690,7	4.898,2	5.088,6	5.247,2	5.261,6	5.245,2	5.221,5	5.196,7
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60,6	62,7	59,5	64,1	64,9	64,8	64,3	62,6
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>753,5</b>	<b>767,4</b>	<b>819,3</b>	<b>841,3</b>	<b>860,8</b>	<b>896,0</b>	<b>929,9</b>	<b>956,8</b>
Consumo di capitale fisso (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	24,0	18,7	12,4	14,9	15,3	15,1	16,0	18,0
Altre variazioni nella ricchezza netta <sup>1)</sup> (+)	480,3	508,8	72,3	-1.196,8	-1.612,1	-1.222,9	-650,1	105,5
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	550,4	603,2	642,4	651,9	642,3	621,7	595,4	571,1
Consumo di capitale fisso (-)	325,6	344,7	365,4	380,2	383,7	386,5	388,7	390,5
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	206,5	305,4	424,1	428,9	435,9	381,4	283,6	194,9
Banconote, monete e depositi	246,9	284,3	349,8	392,4	437,0	397,6	335,4	257,4
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20,2	0,9	40,0	13,5	-9,1	-4,0	-24,9	-22,7
Titoli di debito <sup>2)</sup>	-20,2	20,1	34,2	23,0	8,0	-12,3	-26,9	-39,8
Attività a lungo	411,4	329,3	156,5	41,8	41,4	96,2	200,3	323,9
Depositi	-8,7	1,2	-26,1	-34,8	-24,7	-10,7	17,3	57,0
Titoli di debito	-2,4	36,2	4,5	62,3	49,0	49,6	36,6	48,8
Azioni e altre partecipazioni	129,9	-24,9	-87,6	-196,5	-157,6	-109,4	-30,7	28,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	63,3	-8,6	-7,9	-49,1	-11,1	7,2	37,9	49,3
Quote di fondi comuni di investimento	66,5	-16,3	-79,7	-147,4	-146,5	-116,5	-68,5	-21,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	292,6	316,8	265,7	210,8	174,7	166,7	177,1	190,0
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	398,0	401,6	350,1	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5
di cui da IFM dell'area dell'euro	358,5	355,3	283,7	184,2	82,6	19,9	10,1	-15,8
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	425,9	469,3	53,8	-998,2	-1.352,4	-1.037,2	-601,1	-16,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	109,3	46,5	24,5	-183,9	-254,5	-198,1	-102,8	43,9
Flussi netti restanti (+)	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
<b>= Variazioni nella ricchezza netta<sup>1)</sup></b>	<b>932,2</b>	<b>950,1</b>	<b>538,6</b>	<b>-720,8</b>	<b>-1.119,6</b>	<b>-698,2</b>	<b>-92,8</b>	<b>689,9</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.484,4	4.748,2	5.211,0	5.542,9	5.719,6	5.788,6	5.797,8	5.763,3
Banconote, monete e depositi	4.174,0	4.454,4	4.843,3	5.104,7	5.312,9	5.374,4	5.430,1	5.397,6
Partecipazioni in fondi comuni monetari	296,4	257,6	296,0	348,5	328,0	346,5	312,0	315,6
Titoli di debito <sup>2)</sup>	14,0	36,1	71,6	89,7	78,6	67,7	55,8	50,2
Attività a lungo	11.000,4	11.893,9	12.075,5	10.871,4	10.452,5	10.252,1	10.694,9	11.285,2
Depositi	992,7	997,0	931,3	864,6	875,9	855,5	873,3	903,3
Titoli di debito	1.248,0	1.289,9	1.279,2	1.306,6	1.342,4	1.353,9	1.386,3	1.425,7
Azioni e altre partecipazioni	4.510,5	4.994,5	4.962,3	3.823,9	3.411,3	3.208,6	3.478,9	3.846,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.186,5	3.594,5	3.618,4	2.766,3	2.450,5	2.283,2	2.474,6	2.750,2
Quote di fondi di investimento	1.324,0	1.400,0	1.343,9	1.057,6	960,8	925,5	1.004,3	1.095,8
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.249,2	4.612,5	4.902,7	4.876,2	4.822,9	4.834,1	4.956,5	5.110,2
Restanti attività finanziarie (+)	33,5	18,2	3,5	18,2	-3,1	-23,9	-3,8	-17,4
Passività (-)								
Prestiti	4.767,9	5.181,2	5.520,2	5.667,3	5.706,7	5.698,2	5.735,3	5.756,6
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.938,7	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>10.750,3</b>	<b>11.479,0</b>	<b>11.769,7</b>	<b>10.765,2</b>	<b>10.462,3</b>	<b>10.318,6</b>	<b>10.753,6</b>	<b>11.274,5</b>

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Escluse le variazioni nel reddito netto dovute a altre variazioni in attività non finanziarie come le rivalutazioni di immobili residenziali.

2) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e 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	4° trim. 2007- 3° trim. 2008	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.164,2	4.372,1	4.620,7	4.756,8	4.758,7	4.702,5	4.622,1	4.568,8
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.471,4	2.583,9	2.711,6	2.807,3	2.828,1	2.825,5	2.817,2	2.803,0
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	72,8	74,7	79,9	79,6	76,6	75,2	70,2	67,2
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.620,0	1.713,4	1.829,2	1.869,9	1.853,9	1.801,9	1.734,8	1.698,6
Consumo di capitale fisso (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	950,3	1.012,0	1.090,8	1.104,7	1.080,2	1.021,4	949,8	910,0
Redditi da capitale attivi (+)	433,5	500,3	572,4	593,4	591,5	571,3	545,1	521,9
Interessi attivi	141,3	169,6	199,0	225,2	227,0	216,6	200,7	181,3
Altri redditi da capitale	292,2	330,7	373,4	368,2	364,6	354,8	344,4	340,5
Interest and rents payable (-)	236,2	284,2	345,7	396,3	402,5	384,1	353,5	313,4
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.147,5	1.228,1	1.317,5	1.301,8	1.269,3	1.208,6	1.141,3	1.118,5
Utili distribuiti (-)	857,6	925,7	986,3	1.027,4	1.023,1	1.016,4	988,4	959,2
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	149,1	189,8	212,1	212,8	195,4	188,6	167,9	146,8
Contributi sociali da riscuotere (+)	72,8	74,9	64,3	64,9	65,5	65,6	66,2	66,7
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,7	60,6	61,7	62,7	63,0	63,0	63,2	63,3
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	61,4	65,8	55,9	58,9	59,3	59,5	60,5	62,4
= <b>Risparmio netto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	255,1	315,1	367,1	373,7	360,2	305,4	223,3	162,6
Investimenti fissi lordi (+)	915,8	990,6	1.078,9	1.114,5	1.098,7	1.063,9	1.013,5	975,8
Consumo di capitale fisso (-)	669,8	701,4	738,4	765,2	773,7	780,5	785,0	788,6
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	9,1	25,9	26,6	24,4	35,3	22,0	-5,2	-24,6
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	128,9	159,0	156,7	86,5	41,7	-17,6	19,4	57,0
Banconote, monete e depositi	113,7	146,3	154,4	89,4	15,6	-5,3	9,8	37,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	8,3	2,5	-19,1	6,6	30,6	27,7	33,0	43,3
Titoli di debito	6,9	10,1	-21,4	-9,6	-4,5	-40,0	-23,4	-23,5
Attività a lungo	400,5	525,9	718,3	677,4	671,3	671,7	555,6	429,3
Depositi	30,8	31,0	11,3	14,7	9,2	19,2	29,5	18,5
Titoli di debito	-34,9	4,8	-38,5	-50,6	-35,5	8,7	-39,2	-57,4
Azioni e altre partecipazioni	241,3	288,9	428,8	396,3	380,7	385,6	342,4	304,7
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	163,3	201,3	316,7	317,1	316,9	258,2	222,9	163,4
Restanti attività nette (+)	103,0	120,8	156,3	20,6	9,1	-119,2	-99,9	-99,5
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	454,8	741,8	808,0	791,8	729,1	560,9	409,3	220,1
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	271,7	456,3	557,8	501,6	405,6	278,1	120,5	-26,3
di cui: titoli di debito	12,4	41,3	42,6	41,7	49,7	63,9	79,9	87,9
Azioni e altre partecipazioni	280,6	245,5	455,7	283,0	281,3	253,5	284,0	298,8
Azioni quotate	104,5	41,5	70,3	-2,5	2,6	13,2	45,5	56,8
Azioni non quotate e altre partecipazioni	176,1	204,0	385,4	285,5	278,7	240,4	238,5	242,0
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	60,5	72,3	69,0	78,6	77,9	79,1	77,6	77,1
= <b>Risparmio netto</b>	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.507,3	1.671,5	1.808,0	1.844,4	1.861,1	1.841,9	1.877,6	1.911,7
Banconote, monete e depositi	1.229,3	1.367,2	1.507,6	1.536,6	1.540,9	1.510,4	1.550,5	1.579,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	176,5	184,8	161,0	182,8	187,8	210,5	213,7	224,4
Titoli di debito <sup>1)</sup>	101,5	119,5	139,4	125,0	132,4	121,0	113,4	108,3
Attività a lungo	8.790,3	10.140,7	10.942,8	9.971,7	9.299,4	9.057,0	9.492,3	10.143,2
Depositi	116,5	151,6	184,2	174,9	186,5	183,6	182,1	180,6
Titoli di debito	283,1	287,7	238,2	168,2	192,5	173,9	122,5	131,4
Azioni e altre partecipazioni	6.426,6	7.562,3	8.082,9	6.951,5	6.168,2	5.880,3	6.346,3	6.982,3
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.964,1	2.139,1	2.437,4	2.677,1	2.752,3	2.819,2	2.841,3	2.848,9
Restanti attività nette	278,2	326,9	400,4	410,7	389,4	339,3	345,8	367,0
Passività								
Debito	7.196,3	7.868,7	8.642,6	9.220,2	9.379,3	9.468,8	9.512,7	9.475,6
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.529,2	3.984,9	4.530,9	4.863,9	4.929,5	4.911,1	4.886,3	4.810,9
di cui: titoli di debito	684,4	703,6	706,8	736,5	757,2	776,0	805,5	834,5
Azioni e altre partecipazioni	11.177,7	13.131,7	14.219,3	11.697,1	10.606,5	9.947,1	10.694,2	11.878,2
Azioni quotate	3.673,4	4.438,5	4.902,6	3.385,1	2.823,8	2.480,6	2.802,8	3.269,2
Azioni non quotate e altre partecipazioni	7.504,3	8.693,2	9.316,7	8.312,0	7.782,7	7.466,5	7.891,4	8.609,1

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
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	25,5	67,5	92,2	90,7	106,7	54,9	38,6	21,1
Bancnote, monete e depositi	7,2	10,6	6,4	32,4	57,0	18,2	12,5	0,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-0,5	3,6	3,1	21,7	20,3	16,8	9,4	6,6
Titoli di debito <sup>1)</sup>	18,8	53,3	82,7	36,6	29,5	19,9	16,8	14,6
Attività a lungo	282,5	310,8	201,3	133,6	108,9	96,5	133,6	185,2
Depositi	17,5	72,8	49,6	6,2	2,2	9,2	9,3	17,8
Titoli di debito	132,1	128,9	77,5	81,2	64,1	78,9	42,0	51,8
Prestiti	-4,7	-2,0	-14,2	16,0	25,1	-1,5	12,1	11,6
Azioni quotate	31,1	-2,7	-1,8	-10,8	-15,7	-13,2	-16,5	-85,4
Azioni non quotate e altre partecipazioni	18,8	27,4	27,0	27,3	28,7	22,0	14,7	1,6
Quote di fondi comuni di investimento	87,6	86,5	63,2	13,7	4,4	1,2	72,2	187,7
Restanti attività finanziarie (+)	-5,9	4,7	-22,7	13,6	39,0	17,5	33,0	14,2
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-0,4	5,7	3,9	5,4	9,3	9,9	7,0	7,3
Prestiti	10,2	43,2	3,9	-12,3	22,4	0,1	13,0	9,9
Azioni e altre partecipazioni	10,4	9,6	1,8	-9,4	-0,6	2,9	2,8	5,3
Riserve tecniche di assicurazione	335,3	324,4	290,7	238,5	182,1	165,2	177,4	190,4
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	291,6	318,1	286,9	221,1	174,1	160,1	171,9	186,6
Riserve premi e riserve sinistri	43,8	6,2	3,9	17,4	8,0	5,0	5,6	3,8
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>-53,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-29,5</b>	<b>15,7</b>	<b>41,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>5,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	188,8	174,5	8,7	-413,8	-542,3	-427,6	-284,9	-66,2
Altre attività nette	75,5	-36,3	-54,7	-15,9	23,3	-9,8	52,5	78,5
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	122,8	39,6	-36,3	-145,2	-185,6	-190,4	-124,1	-52,6
Riserve tecniche di assicurazione	141,8	51,2	22,5	-186,8	-247,4	-194,9	-98,5	50,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	150,8	47,7	22,6	-179,9	-247,4	-190,7	-95,2	52,1
Riserve premi e riserve sinistri	-9,1	3,5	0,0	-6,9	0,0	-4,2	-3,3	-1,6
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-0,4</b>	<b>47,4</b>	<b>-32,2</b>	<b>-97,6</b>	<b>-86,1</b>	<b>-52,1</b>	<b>-9,9</b>	<b>14,4</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	435,3	511,0	596,3	668,0	707,8	717,3	705,6	692,0
Bancnote, monete e depositi	146,6	156,6	163,1	188,4	222,9	214,7	198,5	192,7
Partecipazioni in fondi comuni monetari	75,6	81,6	82,5	99,0	100,2	113,0	103,7	104,9
Titoli di debito <sup>1)</sup>	213,1	272,7	350,6	380,6	384,6	389,6	403,5	394,4
Attività a lungo	4.702,8	5.126,3	5.288,1	5.047,0	4.865,5	4.814,1	4.986,4	5.208,5
Depositi	514,8	589,9	634,3	637,6	637,4	646,3	647,9	652,4
Titoli di debito	1.784,6	1.855,2	1.885,3	1.965,2	1.956,6	1.992,7	1.995,1	2.063,1
Prestiti	413,3	407,8	395,9	414,8	421,3	420,5	425,0	425,0
Azioni quotate	631,1	713,8	707,4	516,9	405,6	370,4	426,0	403,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	431,5	503,1	539,4	484,1	462,5	435,5	434,0	455,6
Quote di fondi comuni di investimento	927,6	1.056,4	1.125,8	1.028,5	982,1	948,7	1.058,4	1.208,8
Restanti attività finanziarie (+)	179,2	206,8	176,7	190,8	226,3	228,5	238,1	237,0
Passività (-)								
Titoli di debito	21,4	35,9	35,2	36,7	43,2	42,2	40,2	41,0
Prestiti	196,5	236,5	237,2	247,7	263,9	263,6	267,5	259,6
Azioni e altre partecipazioni	627,6	676,8	642,3	524,8	456,1	397,1	423,6	477,5
Riserve tecniche di assicurazione	4.583,0	4.958,6	5.271,9	5.271,5	5.206,5	5.222,9	5.353,9	5.512,4
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.896,9	4.262,7	4.572,2	4.559,9	4.498,9	4.513,6	4.641,3	4.798,7
Riserve premi e riserve sinistri	686,1	695,9	699,7	711,5	707,6	709,3	712,6	713,7
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-111,1</b>	<b>-63,7</b>	<b>-125,4</b>	<b>-174,9</b>	<b>-170,2</b>	<b>-165,9</b>	<b>-155,0</b>	<b>-153,0</b>

Fonte: BCE.

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

## MERCATI FINANZIARI

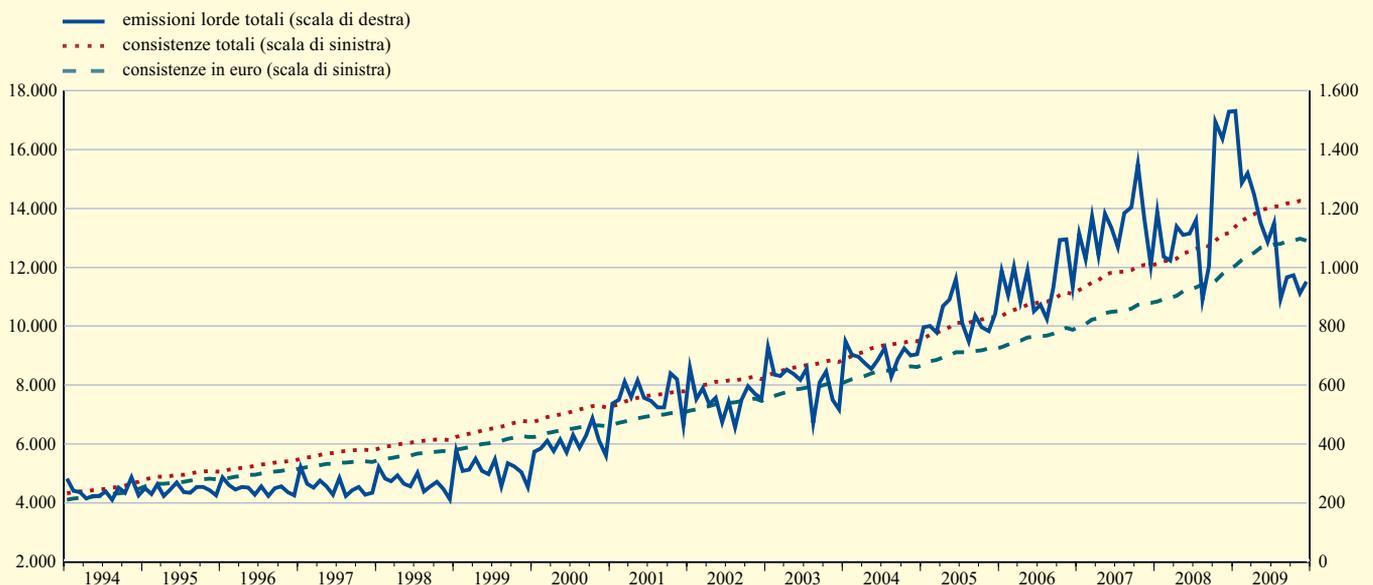
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Totale</b>											
2008 dic.	14.144,7	1.538,9	189,7	11.921,8	1.450,3	156,7	13.175,3	1.527,6	143,5	9,5	229,7	13,1
2009 gen.	14.243,3	1.500,6	94,0	12.061,1	1.451,4	135,7	13.376,1	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
feb.	14.436,5	1.260,2	190,8	12.248,2	1.200,9	184,9	13.580,5	1.286,4	204,4	11,0	157,1	13,1
mar.	14.608,6	1.318,1	170,6	12.384,4	1.229,9	134,7	13.686,2	1.318,7	150,1	11,9	134,6	15,2
apr.	14.685,5	1.233,7	79,5	12.484,1	1.167,4	102,4	13.797,6	1.247,9	109,0	12,0	91,1	14,6
mag.	14.893,7	1.160,0	208,1	12.658,3	1.070,7	174,2	13.940,6	1.151,2	173,1	12,1	113,2	13,1
giu.	14.983,3	1.088,9	89,1	12.718,2	1.006,8	59,1	14.005,4	1.087,0	68,8	11,9	87,4	10,6
lug.	15.012,0	1.124,3	31,5	12.771,1	1.069,6	55,7	14.068,9	1.148,8	67,3	11,7	101,1	10,5
ago.	15.061,4	883,2	48,4	12.801,6	827,4	29,6	14.089,8	893,4	22,9	11,0	61,0	8,9
set.	15.168,8	965,5	106,3	12.882,1	882,3	79,3	14.161,7	966,1	83,5	12,0	144,9	9,0
ott.	15.163,4	950,5	-4,7	12.905,4	900,9	24,0	14.185,2	972,3	26,8	10,9	1,1	7,5
nov.	15.219,2	888,4	56,1	12.963,5	846,1	58,2	14.247,2	911,9	67,1	9,7	43,2	6,4
dic.	15.169,6	929,5	-51,2	12.914,8	876,0	-50,3	14.227,0	951,1	-46,6	8,1	32,9	5,6
	<b>A lungo termine</b>											
2008 dic.	12.576,8	363,6	180,2	10.500,5	329,1	173,2	11.584,7	340,9	154,2	7,3	165,9	9,7
2009 gen.	12.653,1	291,6	74,1	10.590,0	276,8	88,3	11.718,9	300,3	88,9	8,1	115,4	10,5
feb.	12.823,4	301,5	169,2	10.752,3	270,5	161,4	11.892,3	297,6	173,5	9,2	136,3	10,6
mar.	13.003,8	319,9	150,6	10.922,7	280,3	140,6	12.027,1	301,9	141,8	10,3	139,1	13,2
apr.	13.079,8	292,3	79,2	10.990,7	257,5	71,3	12.105,0	276,4	74,7	10,3	71,4	14,0
mag.	13.283,0	339,2	204,3	11.160,9	281,4	171,4	12.256,0	301,8	175,6	10,6	112,9	13,3
giu.	13.403,6	313,2	119,0	11.269,6	274,6	106,7	12.383,8	308,5	126,9	10,8	99,7	11,9
lug.	13.427,1	269,3	25,8	11.299,5	247,9	32,4	12.422,1	272,8	41,3	10,8	82,5	11,2
ago.	13.484,2	131,6	56,9	11.341,5	109,0	41,8	12.462,6	121,9	46,0	10,5	94,2	10,3
set.	13.558,6	223,6	72,1	11.418,3	197,0	74,4	12.528,1	222,6	74,7	11,5	120,2	9,9
ott.	13.620,4	244,4	60,2	11.476,0	215,9	56,2	12.582,3	235,3	58,0	11,7	55,2	9,6
nov.	13.707,9	199,5	86,5	11.559,4	178,8	82,3	12.662,5	193,9	85,4	10,8	51,7	8,4
dic.	13.678,6	156,3	-29,4	11.539,1	140,8	-20,4	12.658,1	153,5	-23,9	9,2	-20,2	6,3

### 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 <sup>1)</sup>					
	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	
	<b>Totale</b>											
2008	13.175	5.272	1.924	701	4.937	340	1.177	816	75	100	162	24
2009	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	1.122	738	56	85	221	22
2009 1° trim.	13.686	5.396	2.032	723	5.191	343	1.378	922	78	92	250	35
2° trim.	14.005	5.437	2.111	757	5.348	351	1.162	749	62	90	241	20
3° trim.	14.162	5.431	2.136	785	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
4° trim.	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	945	629	42	72	182	20
2009 set.	14.162	5.431	2.136	785	5.452	358	966	610	30	83	230	14
ott.	14.185	5.382	2.148	793	5.498	363	972	599	44	79	229	21
nov.	14.247	5.389	2.159	796	5.537	366	912	590	37	69	197	20
dic.	14.227	5.376	2.185	797	5.496	373	951	700	46	68	119	18
	<b>A breve termine</b>											
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.569	733	32	70	713	21	873	639	13	68	137	15
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
4° trim.	1.569	733	32	70	713	21	751	552	10	60	116	13
2009 set.	1.634	751	31	82	752	19	744	525	11	63	134	11
ott.	1.603	710	35	79	760	18	737	513	14	62	134	13
nov.	1.585	706	34	74	751	19	718	515	9	58	121	15
dic.	1.569	733	32	70	713	21	798	627	8	59	91	12
	<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>											
2008	11.585	4.451	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	249	99	43	16	84	6
2009 1° trim.	12.027	4.558	1.991	625	4.529	325	300	116	61	18	96	8
2° trim.	12.384	4.652	2.074	673	4.650	335	296	119	48	21	102	7
3° trim.	12.528	4.680	2.105	703	4.700	339	206	83	33	14	72	4
4° trim.	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	194	77	32	12	66	6
2009 set.	12.528	4.680	2.105	703	4.700	339	223	85	19	20	95	2
ott.	12.582	4.672	2.113	714	4.739	345	235	85	29	17	95	8
nov.	12.662	4.683	2.125	721	4.786	348	194	75	28	11	76	5
dic.	12.658	4.643	2.152	726	4.784	353	154	72	38	9	28	6
	<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>											
2008	7.615	2.327	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.533	2.549	780	595	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 1° trim.	7.934	2.395	701	491	4.094	253	208	72	27	18	86	5
2° trim.	8.249	2.493	747	539	4.211	260	210	72	23	20	90	5
3° trim.	8.376	2.528	768	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
4° trim.	8.533	2.549	780	595	4.338	271	131	45	10	12	59	5
2009 set.	8.376	2.528	768	569	4.251	259	174	55	13	20	86	1
ott.	8.437	2.536	768	581	4.289	264	169	56	8	17	83	5
nov.	8.508	2.550	774	589	4.329	265	142	47	13	11	68	2
dic.	8.533	2.549	780	595	4.338	271	82	33	7	8	27	6
	<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>											
2008	3.477	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	3.601	1.678	1.347	121	374	81	61	27	24	1	6	2
2009 1° trim.	3.586	1.758	1.264	124	369	70	75	32	34	0	5	3
2° trim.	3.615	1.741	1.301	124	374	74	65	30	24	1	7	2
3° trim.	3.612	1.726	1.312	123	372	79	49	21	18	0	7	1
4° trim.	3.601	1.678	1.347	121	374	81	54	26	22	1	5	2
2009 set.	3.612	1.726	1.312	123	372	79	27	16	5	1	5	1
ott.	3.602	1.711	1.319	123	369	80	57	24	21	1	8	3
nov.	3.609	1.708	1.325	122	373	81	42	21	14	0	5	2
dic.	3.601	1.678	1.347	121	374	81	64	32	30	1	1	0

Fonte: BCE.

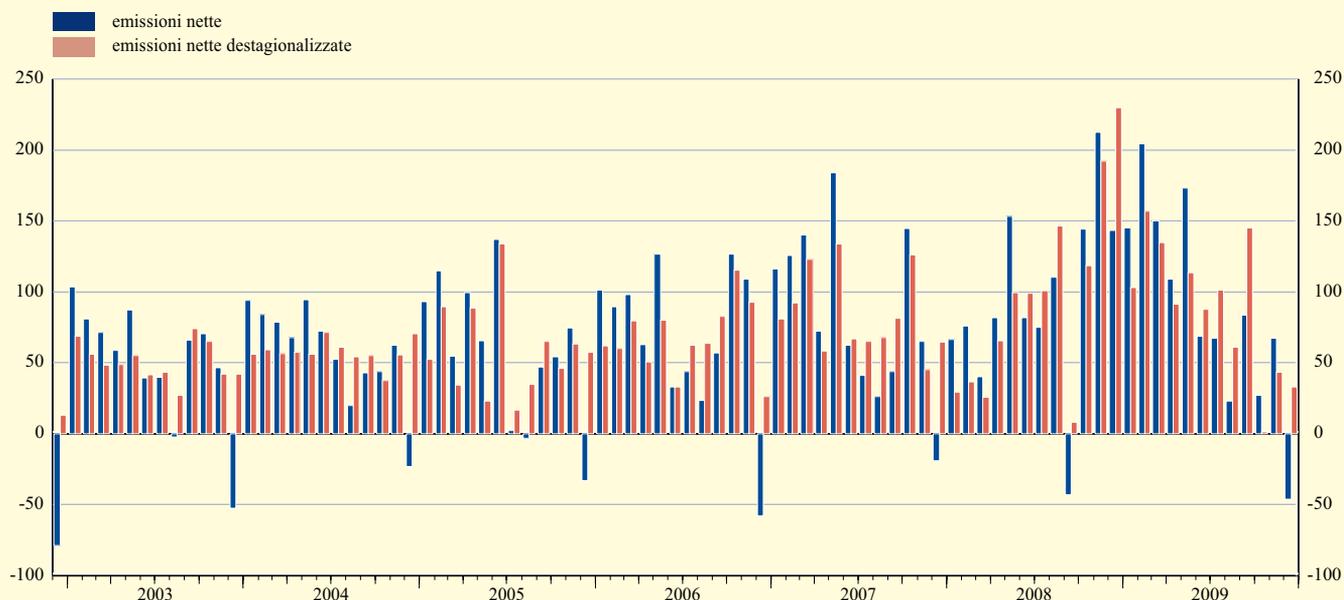
- 1) I dati mensili sulle emissioni lorde si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.
- 2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso 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 <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	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	
<b>Totale</b>												
2008	95,1	23,1	34,9	4,3	31,7	1,1	95,8	23,3	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	89,3	9,9	21,8	8,0	46,8	2,8	89,2	9,7	21,3	7,7	47,7	2,8
2009 1° trim.	166,5	39,8	35,0	7,0	83,9	0,9	131,6	20,3	45,0	5,2	58,7	2,4
2° trim.	117,0	21,8	27,1	11,5	53,8	2,8	97,2	21,2	26,8	7,4	39,0	2,8
3° trim.	57,9	0,4	9,7	10,1	35,4	2,3	102,3	9,9	29,0	12,8	47,1	3,5
4° trim.	15,8	-22,4	15,5	3,4	14,2	5,1	25,7	-12,7	-15,6	5,4	46,1	2,5
2009 set.	83,5	-7,6	-1,7	18,2	71,0	3,7	144,9	16,1	30,8	21,9	70,3	5,7
ott.	26,8	-47,8	12,9	8,9	47,3	5,5	1,1	-73,0	-8,0	7,0	71,3	3,9
nov.	67,1	8,8	12,7	3,0	39,7	2,8	43,2	11,5	3,5	2,6	25,2	0,4
dic.	-46,6	-28,3	20,9	-1,9	-44,4	7,1	32,9	23,5	-42,2	6,6	41,8	3,2
<b>A lungo termine</b>												
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
2009	88,6	14,9	24,3	11,8	34,5	3,1	88,2	14,9	23,8	11,8	34,6	3,1
2009 1° trim.	134,7	25,0	41,8	12,9	52,0	3,0	130,2	16,3	51,9	14,4	44,7	2,9
2° trim.	125,7	36,2	28,6	15,9	41,3	3,7	94,7	25,5	27,7	12,3	25,7	3,5
3° trim.	54,0	12,3	11,8	11,1	17,4	1,4	99,0	22,5	31,3	12,9	29,8	2,5
4° trim.	39,8	-14,1	15,0	7,2	27,4	4,4	28,9	-4,5	-15,9	7,7	38,2	3,4
2009 set.	74,7	-8,1	1,1	19,9	61,0	0,7	120,2	7,1	31,4	21,9	57,2	2,6
ott.	58,0	-6,1	8,3	11,1	39,2	5,6	55,2	-9,0	-12,9	11,2	61,4	4,4
nov.	85,4	12,9	13,7	8,3	47,8	2,7	51,7	17,4	4,3	7,7	22,1	0,2
dic.	-23,9	-49,2	23,0	2,1	-4,8	4,9	-20,2	-22,1	-39,1	4,1	31,1	5,7

**FI6 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.

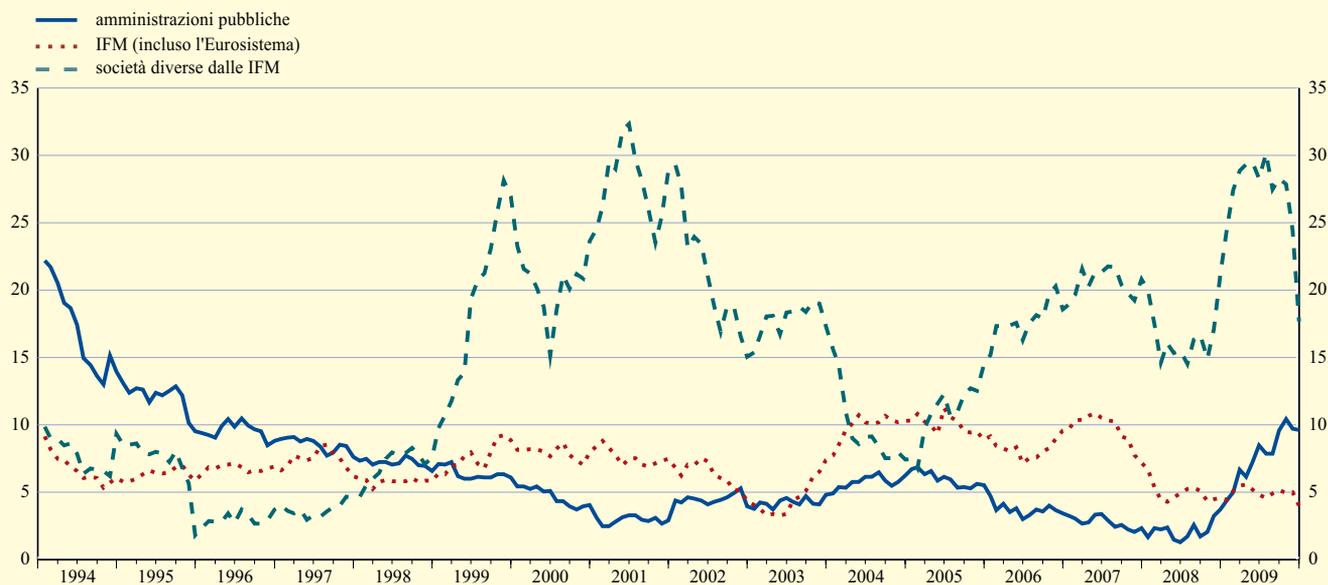
#### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2008 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	7,2	9,6	5,5	13,0	3,6	37,9	12,4	16,0	8,6
feb.	11,0	6,3	32,0	8,2	10,1	6,5	13,1	3,8	36,3	13,4	16,0	7,2
mar.	11,9	6,4	33,2	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,0	13,1	19,8	10,0
apr.	12,0	6,3	33,3	10,2	11,7	10,6	14,6	6,0	41,5	15,4	15,1	11,3
mag.	12,1	5,5	32,8	10,2	12,8	9,5	13,1	5,8	35,2	15,9	13,0	11,9
giu.	11,9	4,8	29,7	11,8	13,7	9,6	10,6	4,7	24,1	10,8	12,0	9,6
lug.	11,7	4,2	30,7	13,3	13,5	9,4	10,5	4,8	24,1	14,3	11,0	10,3
ago.	11,0	3,5	26,9	12,9	13,4	9,0	8,9	3,2	18,5	12,5	10,7	10,8
set.	12,0	4,2	27,1	15,3	14,9	10,6	9,0	3,5	17,3	17,3	10,2	11,3
ott.	10,9	3,0	26,0	16,2	13,6	10,4	7,5	0,1	12,2	17,2	12,1	9,4
nov.	9,7	2,5	21,5	15,9	12,1	10,6	6,4	-0,7	9,4	15,9	11,3	9,3
dic.	8,1	2,2	13,6	13,6	11,4	9,7	5,6	-0,3	3,9	15,1	10,8	10,4
	A lungo termine											
2008 dic.	7,3	4,6	26,8	6,2	3,8	2,2	9,7	3,9	35,5	9,8	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	10,6	5,1	3,9	10,6	3,0	40,9	19,5	7,4	3,0
mar.	10,3	5,4	34,8	13,1	6,7	5,8	13,2	3,9	42,9	21,1	11,8	7,3
apr.	10,3	5,6	34,7	14,8	6,0	8,7	14,0	5,2	46,7	26,1	10,0	11,8
mag.	10,6	5,2	34,3	16,4	7,2	8,5	13,3	5,7	39,5	30,6	9,1	14,2
giu.	10,8	4,8	31,6	19,1	8,4	8,4	11,9	5,6	27,8	29,1	9,8	12,6
lug.	10,8	4,6	33,3	21,3	7,8	8,0	11,2	6,1	25,3	26,6	8,6	12,0
ago.	10,5	4,9	29,8	20,8	7,8	8,0	10,3	6,8	19,7	22,1	8,3	13,2
set.	11,5	5,1	30,1	23,3	9,6	9,3	9,9	6,4	18,7	25,4	7,5	11,4
ott.	11,7	4,9	28,8	25,3	10,4	10,4	9,6	4,7	13,0	24,6	11,0	9,0
nov.	10,8	5,0	23,9	26,3	9,6	10,8	8,4	4,3	10,1	22,2	10,1	7,6
dic.	9,2	4,0	15,6	24,1	9,5	11,8	6,3	2,3	4,5	19,4	9,1	10,9

#### 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)



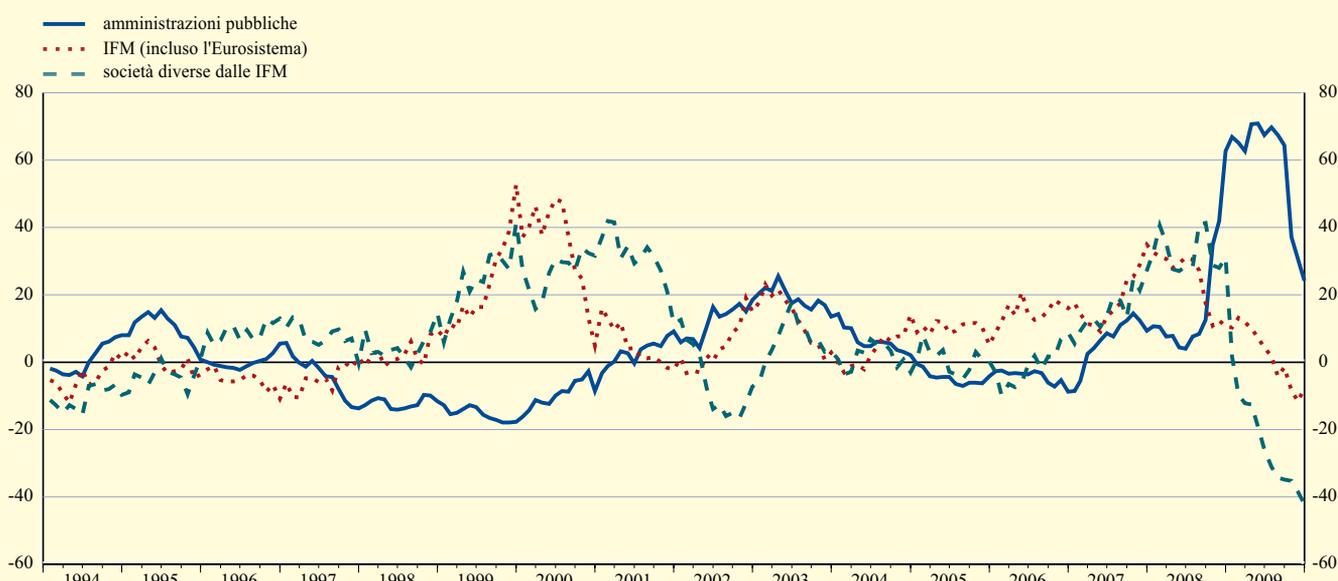
Fonte: BCE.

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'euro<sup>1)</sup> (continua)**  
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			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
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
	Tutte le valute											
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
2009	9,6	7,0	20,8	24,2	8,0	4,2	12,4	2,0	37,1	-2,0	0,1	20,7
2009 1° trim.	6,1	4,9	12,9	12,5	5,3	1,6	15,8	5,3	44,8	0,8	0,8	11,1
2° trim.	9,0	6,8	20,3	21,2	7,5	4,8	14,6	3,3	44,0	-1,1	-0,6	19,9
3° trim.	10,6	7,2	24,6	28,4	9,0	3,9	11,6	1,0	36,5	-3,2	-1,6	25,1
4° trim.	12,4	9,0	25,2	34,0	10,3	6,6	7,8	-1,6	25,7	-4,4	2,0	26,2
2009 lug.	10,4	6,7	25,8	28,6	8,6	3,9	12,4	1,5	39,2	-3,0	-2,3	23,7
ago.	10,5	7,4	24,6	28,2	8,7	3,5	10,6	1,0	34,0	-3,7	-3,8	25,9
set.	11,7	8,2	24,5	31,8	10,0	4,4	11,2	0,2	34,5	-4,7	2,9	28,2
ott.	12,7	8,5	26,0	34,3	11,1	6,4	9,5	-1,1	31,5	-4,3	1,3	26,1
nov.	12,5	9,4	25,6	35,3	10,1	7,1	7,1	-1,8	23,7	-4,2	1,7	25,8
dic.	12,1	9,6	23,3	32,8	9,7	8,3	2,8	-4,1	12,3	-4,8	3,0	25,2
	Euro											
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
2009	10,1	8,9	23,1	22,6	8,2	3,6	14,7	3,9	39,4	-2,5	-0,4	21,8
2009 1° trim.	6,5	6,1	16,3	9,8	5,6	0,9	18,7	7,9	47,7	0,7	0,9	10,9
2° trim.	9,6	8,7	23,3	19,5	7,7	4,2	17,3	5,3	47,1	-1,8	-0,7	21,7
3° trim.	11,3	9,4	26,5	27,4	9,2	3,3	13,8	2,9	38,9	-3,8	-2,4	27,4
4° trim.	12,9	11,2	25,8	33,5	10,4	6,1	9,4	-0,2	26,9	-5,2	0,7	26,8
2009 lug.	11,0	8,8	27,8	27,4	8,9	3,3	14,8	3,4	41,8	-3,5	-3,0	25,9
ago.	11,2	9,6	26,7	27,5	9,0	2,8	12,6	2,7	36,1	-4,2	-4,9	28,3
set.	12,3	10,7	25,8	30,6	10,1	3,7	13,3	2,0	36,4	-5,7	1,7	30,5
ott.	13,3	11,0	27,2	33,6	11,2	5,7	11,4	0,6	32,9	-5,2	0,0	26,9
nov.	13,0	11,8	26,0	34,8	10,2	6,8	8,5	-0,6	24,8	-4,9	0,4	25,9
dic.	12,3	11,1	22,9	33,3	9,8	8,0	3,6	-3,3	12,9	-5,3	1,7	25,1

**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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; valori di mercato)

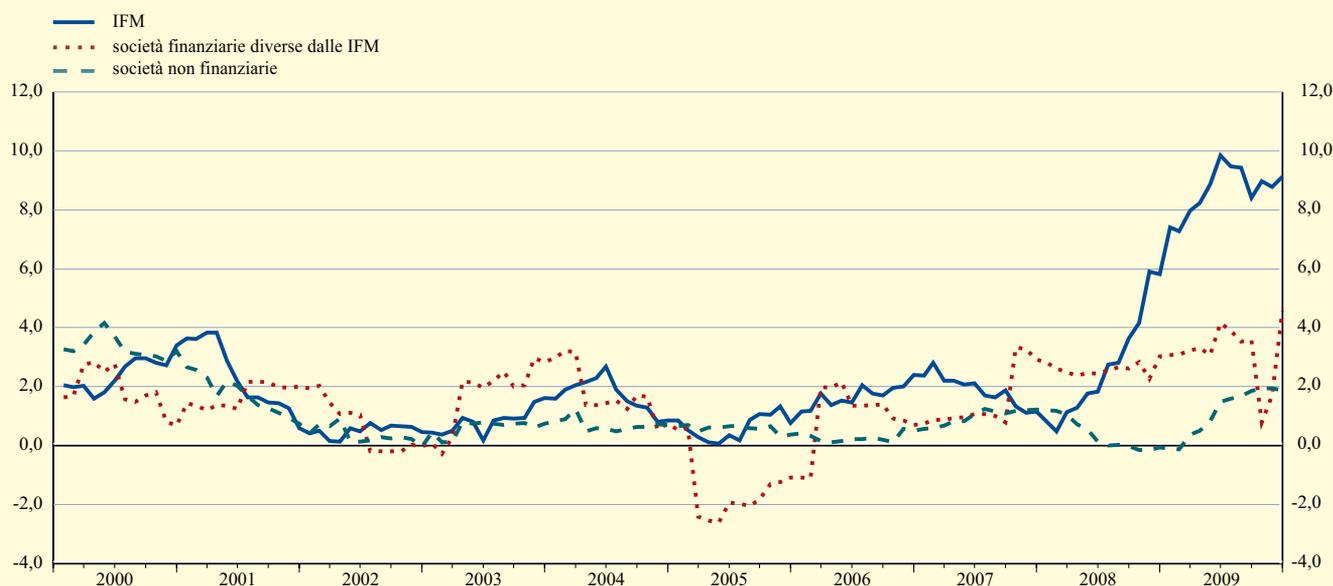
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2001=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 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.	4.015,3	107,5	2,7	572,4	9,4	301,0	3,5	3.141,9	1,7
set.	4.181,4	107,6	2,8	593,0	8,4	327,6	3,6	3.260,7	1,9
ott.	4.058,9	107,8	2,7	568,1	9,0	322,1	0,8	3.168,8	1,9
nov.	4.072,5	108,1	2,7	567,6	8,8	313,5	1,7	3.191,3	1,9
dic.	4.297,0	108,5	2,9	570,7	9,1	341,0	4,6	3.385,2	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.

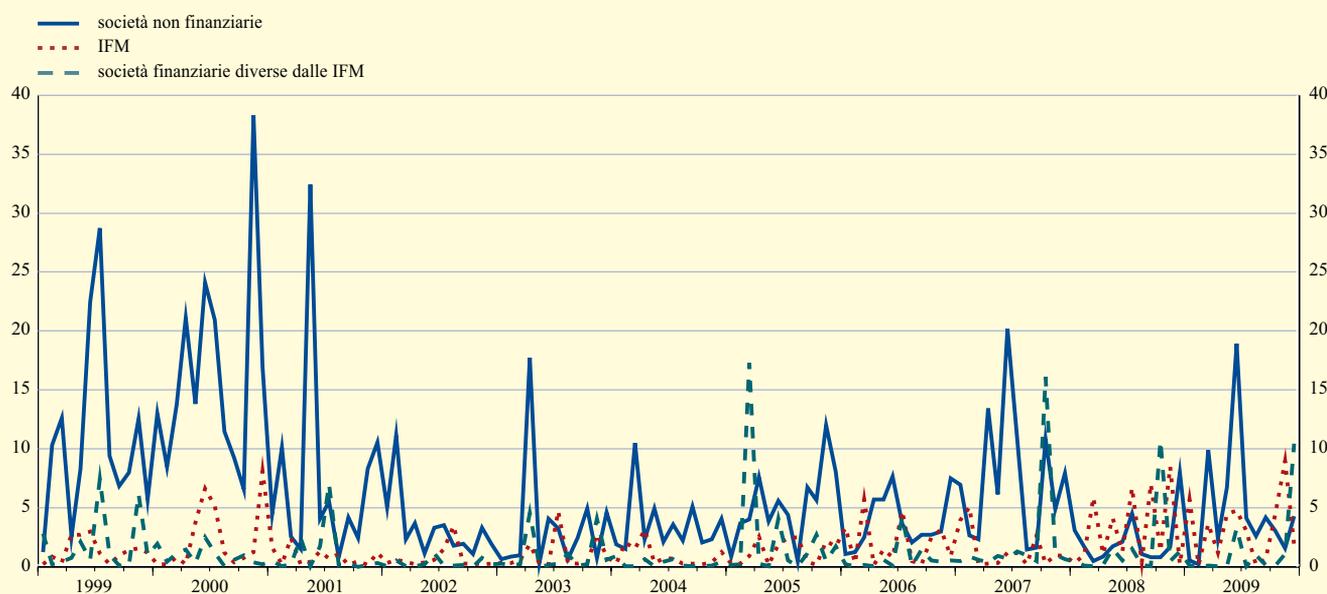
1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

**4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro; valori di mercato)

**2. Transazioni nel mese**

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007 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.	11,6	0,2	11,3	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,3
dic.	16,6	0,2	16,4	1,9	0,0	1,9	10,5	0,1	10,4	4,3	0,1	4,1

**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 <sup>1)</sup>

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

##### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2), 3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 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	1,99	3,62	0,73	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	0,57	0,82	2,41	2,93	0,68
ago.	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,55	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	2,11	2,92	0,58
dic.	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	1,99	2,53	0,64
2010 gen.	0,43	1,74	2,30	2,53	1,47	2,23	0,45	0,72	1,93	2,51	0,53

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

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>4)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 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.	9,26	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	2,77	4,02	4,45	4,40	3,85	3,21	4,73	4,72
nov.	9,07	7,03	6,29	7,87	7,76	2,71	3,97	4,46	4,32	3,78	3,16	4,57	4,66
dic.	8,99	6,42	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 gen.	8,95	6,81	6,43	8,04	7,85	2,70	3,93	4,38	4,26	3,80	3,12	4,45	4,40

##### 3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi <sup>2)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7
2009 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.		4,11	3,34	4,49	4,10	2,22	2,74	3,80
dic.		4,05	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 gen.		4,05	3,23	4,20	3,99	2,03	2,88	3,65

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

**4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**  
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

**4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)**

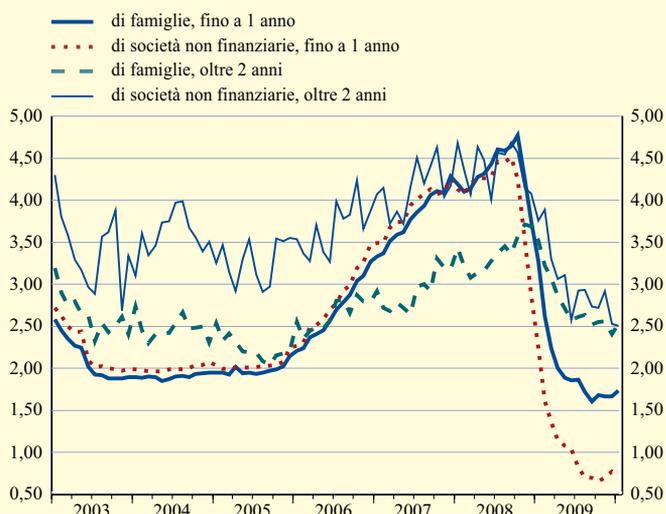
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup>	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2009 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	1,99	3,62	0,73	2,35	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	0,57	1,97	3,52	1,53	
ago.	0,50	2,94	3,01	1,64	3,23	0,55	1,89	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	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28	
dic.	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21	
2010 gen.	0,43	2,21	2,81	1,47	2,23	0,45	1,46	3,27	1,20	

**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
2009 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.	4,18	4,26	4,25	7,80	6,72	5,64	3,62	3,43	3,68
ott.	4,05	4,19	4,18	7,69	6,66	5,54	3,56	3,37	3,60
nov.	4,01	4,15	4,12	7,56	6,66	5,51	3,53	3,36	3,57
dic.	4,08	4,11	4,07	7,55	6,58	5,43	3,47	3,35	3,50
2010 gen.	4,00	4,05	4,00	7,50	6,52	5,36	3,48	3,33	3,45

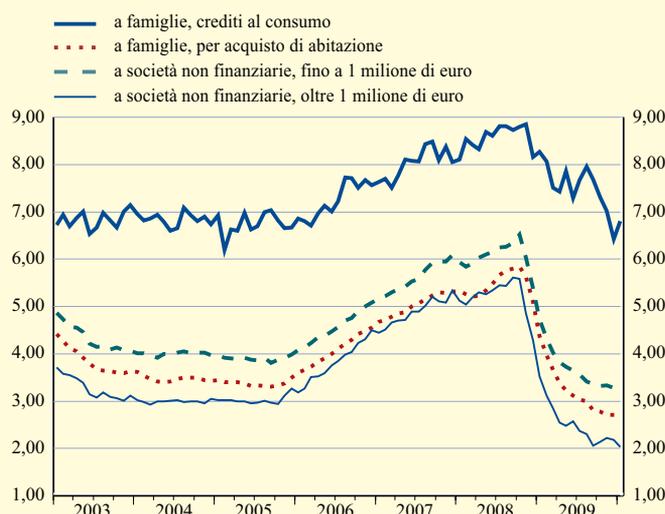
**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

(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.

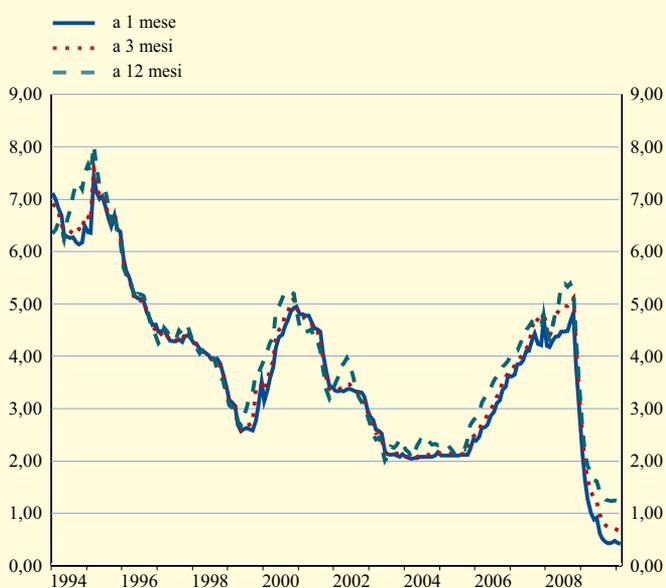
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2009 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
2010 gen.	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
feb.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25

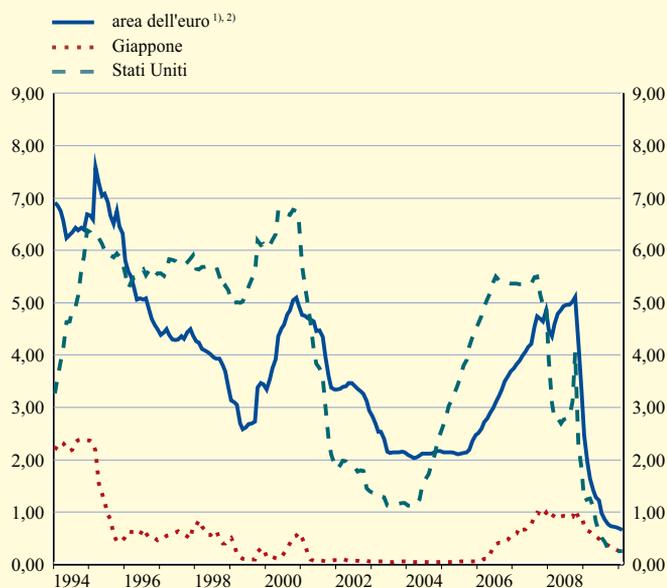
#### F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

(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'euro<sup>1)</sup>

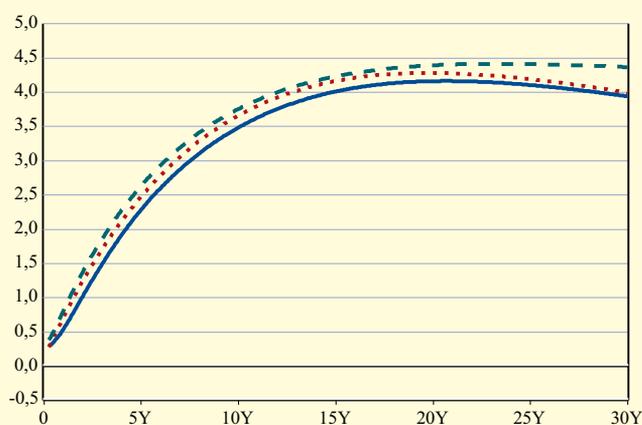
(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 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
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
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2008 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
4° trim.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2009 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	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
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
2010 gen.	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
feb.	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08

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

(valori percentuali su base annua; fine periodo)

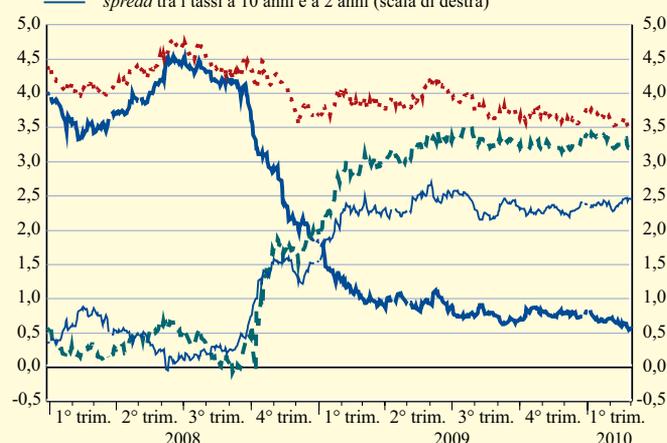
— gennaio 2010  
- - - dicembre 2009  
- - - novembre 2009



#### 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.

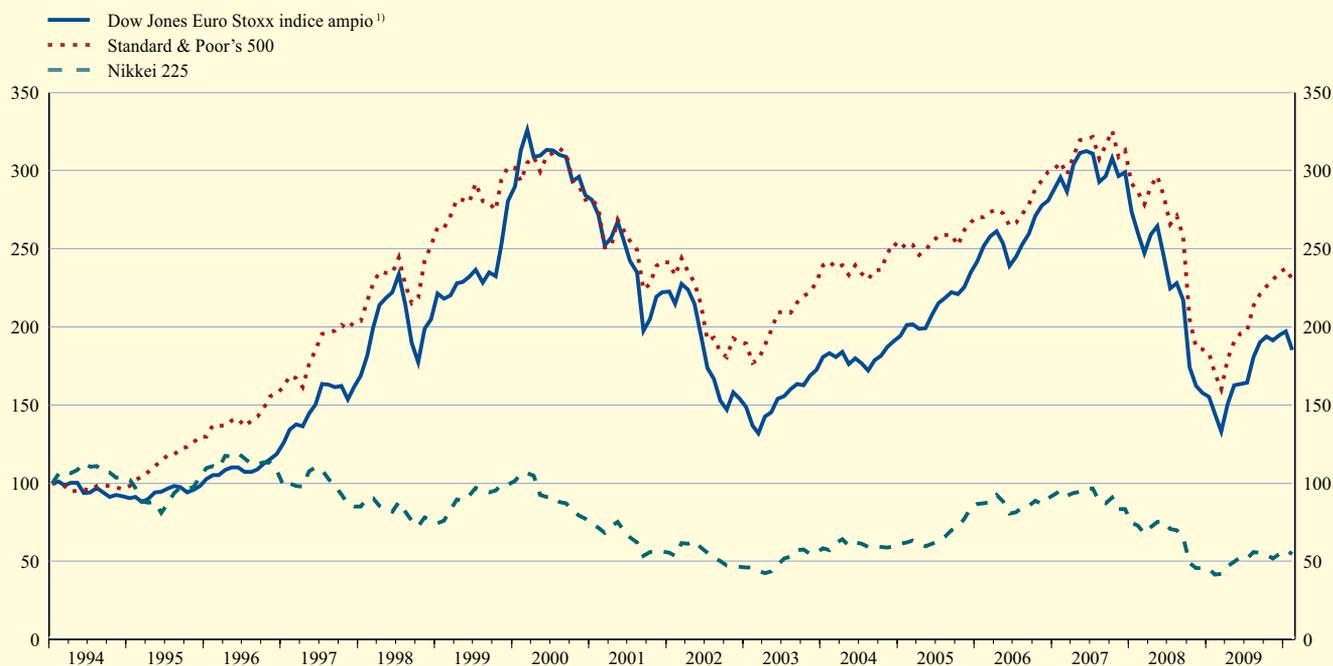
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												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
2009 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
2010 gen.	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
feb.	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1

## 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)<sup>1)</sup>

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	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 <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,6	11,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,8
2008 4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,3	0,3	0,3	-8,7	0,5	2,2	3,0
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-4,9	0,4	0,7	3,0
2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	-0,1	1,9
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	1,3
4° trim.	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	1,0
2009 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	1,2
ott.	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,3	1,0
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	1,0
dic.	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,5	0,1	0,9	0,9
2010 gen.	108,1	1,0	0,9	0,7	1,4	0,2	-0,1	0,3	-0,1	2,1	0,0	1,1	0,4
feb. <sup>4)</sup>		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 <sup>3)</sup>	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,8	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2008 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
4° trim.	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2009 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
dic.	-0,2	0,7	-1,6	0,8	0,4	1,8	1,9	1,7	2,5	-0,8	1,2	2,2
2010 gen.	-0,1	0,6	-1,3	1,1	0,1	4,0	1,9	1,7	2,6	-0,9	1,0	1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) 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 Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2010.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni e degli immobili residenziali

in perc. del totale <sup>3)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali											Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	Industria escluse le costruzioni												
	Totale (indice 2005=100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici		
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
Totale						Durevoli	Non durevoli						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,5	1,4	13,5	4,6	6,5	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	1,2	4,1	4,4	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,8	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	.	.	
2008 4° trim.	113,7	3,4	0,7	2,4	2,5	2,5	2,0	2,6	1,9	6,4	3,4	0,8 <sup>4)</sup>	
2009 1° trim.	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,9	-1,4	-4,4	2,6	-	
2° trim.	108,3	-5,7	-6,8	-3,0	-5,8	0,7	-2,0	1,5	-2,5	-13,4	-0,2	-2,5 <sup>4)</sup>	
3° trim.	108,0	-7,8	-7,3	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,6	-	
4° trim.	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	.	.	
2009 ago.	108,3	-7,5	-7,0	-4,1	-7,5	-0,1	-2,5	1,1	-3,1	-16,8	-	-	
set.	108,0	-7,6	-6,9	-4,2	-7,4	-0,4	-2,7	0,8	-3,2	-17,4	-	-	
ott.	108,3	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,5	-3,3	-14,3	-	-	
nov.	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-8,7	-	-	
dic.	108,5	-2,9	-0,9	-2,3	-3,4	-0,6	-1,9	0,5	-2,3	-5,1	-	-	
2010 gen.	109,2	-1,0	0,9	-1,0	-1,5	-0,6	-0,7	0,4	-0,8	-1,7	-	-	

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>5)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>6)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>7)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>8)</sup>	Importazioni <sup>8)</sup>
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	116,4	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	2,5	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	120,3	1,1	-0,1	-0,1	1,9	-0,6	-2,8	-5,6
2008 4° trim.	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,1	2,4	1,6	2,0	2,2	1,8	2,2	0,2
2009 1° trim.	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,2	1,9	0,9	0,4	2,6	0,7	-1,7	-4,3
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,2	1,1	-0,3	-0,2	1,4	-0,7	-3,2	-6,7
3° trim.	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,4	1,0	-0,7	-0,7	2,2	-1,4	-3,9	-7,9
4° trim.	51,2	2,8	5,8	1,4	2,4	-0,9	4,9	120,5	0,4	-0,1	0,3	1,3	-1,0	-2,4	-3,4
2009 set.	46,9	-17,1	-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	-2,9	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
dic.	51,6	19,0	16,2	20,5	19,7	11,0	27,1	-	-	-	-	-	-	-	-
2010 gen.	54,0	27,0	8,5	38,7	25,6	7,7	42,9	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	54,5	28,8	14,6	38,0	27,5	12,3	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-

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.europa.eu/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.europa.eu/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 manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
2005	109,0	1,2	8,6	-0,6	3,2	0,7	2,1	2,1
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,7	2,2	2,0
2007	111,7	1,5	2,5	0,8	4,2	0,6	2,3	1,7
2008	115,4	3,3	-0,1	3,6	2,8	3,3	3,1	3,1
2008 3° trim.	115,8	3,6	-1,0	4,1	3,1	4,5	3,6	2,5
4° trim.	118,2	4,8	-0,7	9,9	2,7	5,4	2,4	3,2
2009 1° trim.	120,3	6,0	0,6	16,6	2,4	7,0	0,5	3,6
2° trim.	120,4	4,9	1,4	15,0	0,8	5,8	1,2	2,2
3° trim.	119,9	3,6	0,0	9,3	-0,4	3,7	0,3	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.	123,9	1,4	2,8	0,3	3,1	0,6	1,4	2,9
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2005	103,1	0,7	-5,5	2,5	-1,0	1,2	0,2	-0,2
2006	104,5	1,3	1,8	4,0	0,1	1,0	0,1	-0,4
2007	105,5	1,0	1,5	2,0	-1,5	1,5	0,3	0,7
2008	105,4	-0,1	3,3	-0,5	1,6	-0,5	-0,6	0,6
2008 3° trim.	105,5	-0,1	4,6	-0,9	1,9	-0,6	-0,6	1,0
4° trim.	103,9	-1,7	3,7	-6,4	1,6	-2,4	-0,4	0,3
2009 1° trim.	102,0	-3,8	2,5	-14,0	1,0	-4,4	0,3	-0,4
2° trim.	102,4	-3,1	2,2	-13,0	2,9	-3,6	0,8	-0,3
3° trim.	103,3	-2,1	2,8	-8,2	3,4	-3,0	1,0	-0,7

**5. Costo orario del lavoro<sup>3)</sup>**

	Totale (indice dest. 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale <sup>5)</sup>	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2009	.	.	.	.	.	.	.	2,6
2008 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
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,1

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 5 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi non inclusi in altre classificazioni. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

 4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5) Nel 2008.

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2006	8.557,5	8.460,3	4.869,8	1.733,4	1.832,3	24,8	97,2	3.451,5	3.354,3
2007	9.005,5	8.864,3	5.062,1	1.803,6	1.970,4	28,2	141,2	3.732,9	3.591,7
2008	9.259,0	9.161,6	5.228,6	1.892,4	2.003,7	36,9	97,4	3.859,5	3.762,1
2009	8.985,1	8.860,3	5.173,2	1.971,5	1.773,8	-58,3	124,8	3.257,8	3.133,1
2008 4° trim.	2.295,3	2.275,2	1.304,4	480,3	481,9	8,6	20,1	905,4	885,3
2009 1° trim.	2.239,9	2.222,8	1.287,2	486,9	453,9	-5,1	17,1	808,8	791,7
2° trim.	2.238,0	2.207,0	1.291,8	491,7	444,6	-21,1	31,0	793,1	762,1
3° trim.	2.251,6	2.216,9	1.293,3	497,6	439,5	-13,5	34,7	818,1	783,4
4° trim.	2.255,6	2.213,6	1.301,0	495,4	435,8	-18,5	42,0	837,9	795,9
<i>in percentuale del PIL</i>									
2009	100,0	98,6	57,6	21,9	19,7	-0,6	1,4	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 4° trim.	-1,9	-0,9	-0,6	0,6	-4,1	-	-	-7,3	-4,9
2009 1° trim.	-2,5	-2,2	-0,5	0,6	-5,4	-	-	-8,3	-7,6
2° trim.	-0,1	-0,8	0,1	0,6	-1,7	-	-	-1,1	-2,9
3° trim.	0,4	0,4	-0,2	0,8	-0,9	-	-	2,9	2,8
4° trim.	0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,8	-	-	1,7	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,5	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,8	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,7	0,4	2,1	-0,4	-	-	1,0	1,0
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,2	-11,1	-	-	-13,4	-12,0
2008 4° trim.	-1,8	-0,5	-0,7	2,3	-5,9	-	-	-7,0	-4,0
2009 1° trim.	-5,1	-3,5	-1,4	2,4	-11,6	-	-	-16,4	-13,1
2° trim.	-4,9	-3,7	-1,0	2,2	-11,9	-	-	-17,0	-14,7
3° trim.	-4,1	-3,5	-1,1	2,5	-11,6	-	-	-13,5	-12,3
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,6	1,8	-8,7	-	-	-5,2	-6,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2008 4° trim.	-1,9	-0,8	-0,3	0,1	-0,9	0,2	-1,1	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,2	-0,3	0,1	-1,1	-0,9	-0,3	-	-
2° trim.	-0,1	-0,8	0,0	0,1	-0,4	-0,6	0,7	-	-
3° trim.	0,4	0,4	-0,1	0,2	-0,2	0,5	0,0	-	-
4° trim.	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2006	3,0	2,8	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	0,7	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,3	-0,6	0,4	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
2008 4° trim.	-1,8	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,7	-1,3	-	-
2009 1° trim.	-5,1	-3,5	-0,8	0,5	-2,5	-0,6	-1,6	-	-
2° trim.	-4,9	-3,6	-0,6	0,5	-2,6	-1,0	-1,2	-	-
3° trim.	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,0	0,7	-	-

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) Includono 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>								
2006	7.643,6	140,7	1.564,5	477,3	1.594,0	2.136,0	1.731,1	913,9
2007	8.046,5	150,9	1.640,2	510,2	1.669,1	2.273,1	1.803,0	959,0
2008	8.313,0	146,0	1.660,5	534,0	1.723,3	2.367,0	1.882,2	946,0
2009	8.089,2	132,0	1.438,2	514,7	1.671,9	2.372,2	1.960,2	895,9
2008 4° trim.	2.064,6	34,8	396,3	132,1	427,8	595,3	478,3	230,7
2009 1° trim.	2.015,7	34,3	359,8	130,2	416,7	590,0	484,6	224,2
2° trim.	2.014,9	33,2	353,9	128,9	417,2	592,5	489,2	223,1
3° trim.	2.027,6	32,1	361,0	128,2	419,3	594,2	492,8	224,0
4° trim.	2.031,0	32,5	363,4	127,3	418,7	595,6	493,6	224,6
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,4	20,7	29,3	24,2	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati <sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 4° trim.	-1,9	0,5	-6,4	-1,9	-2,0	-0,6	0,3	-1,9
2009 1° trim.	-2,5	-0,6	-8,4	-1,0	-2,9	-0,7	-0,2	-2,3
2° trim.	-0,2	-0,3	-1,5	-0,7	-0,2	0,0	0,7	0,4
3° trim.	0,4	0,5	2,3	-1,0	0,2	-0,2	0,2	0,9
4° trim.	0,1	1,2	0,3	-1,1	-0,1	0,0	0,4	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,1	1,4	3,3
2007	3,0	0,0	2,3	2,2	3,5	4,3	2,0	0,9
2008	0,9	1,9	-0,6	-0,6	0,8	1,7	1,6	-1,2
2009	-4,2	-0,3	-13,9	-4,8	-4,7	-1,3	1,1	-3,1
2008 4° trim.	-1,8	2,5	-7,6	-3,6	-2,1	0,2	1,5	-2,4
2009 1° trim.	-5,0	0,1	-16,7	-6,1	-5,7	-1,1	1,1	-5,2
2° trim.	-5,0	0,0	-17,1	-4,8	-5,4	-1,4	1,3	-3,8
3° trim.	-4,2	0,1	-13,6	-4,4	-4,8	-1,6	1,0	-2,9
4° trim.	-2,3	0,8	-7,5	-3,7	-3,0	-1,0	1,1	-0,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2008 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	-0,1	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2006	2,9	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	-
2009	-4,2	0,0	-2,8	-0,3	-1,0	-0,4	0,3	-
2008 4° trim.	-1,8	0,0	-1,6	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-
2009 1° trim.	-5,0	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,3	0,2	-
2° trim.	-5,0	0,0	-3,5	-0,3	-1,1	-0,4	0,3	-
3° trim.	-4,2	0,0	-2,7	-0,3	-1,0	-0,4	0,2	-
4° trim.	-2,3	0,0	-1,4	-0,2	-0,6	-0,3	0,3	-

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 <sup>1)</sup>	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		
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,3	1,4	2,5	-0,9	1,2	
2008	-2,3	106,3	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4	
2009	-13,8	90,5	-15,0	-15,9	-16,4	-19,3	-21,0	-4,9	-17,4	-3,0	-5,9	-8,3	
2009 1° trim.	-16,9	90,5	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-23,9	-7,4	-19,8	-5,5	-4,3	-9,9	
2° trim.	-16,7	89,2	-18,6	-19,4	-19,9	-24,3	-24,2	-5,9	-21,2	-3,3	-8,9	-7,4	
3° trim.	-13,8	91,0	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,3	-1,9	-6,3	-9,2	
4° trim.	-7,7	91,2	-7,7	-8,1	-8,6	-6,9	-14,5	-2,3	-9,7	-1,2	-4,7	-6,6	
2009 lug.	-15,0	90,2	-15,8	-16,8	-17,7	-20,3	-23,4	-4,0	-20,4	-1,4	-5,5	-9,8	
ago.	-14,6	91,2	-15,1	-16,1	-16,1	-19,4	-22,0	-5,4	-19,6	-3,8	-6,1	-10,5	
set.	-11,9	91,5	-12,7	-13,1	-13,7	-15,8	-18,2	-2,8	-15,5	-0,8	-7,3	-7,7	
ott.	-10,5	90,8	-11,0	-11,7	-12,3	-12,3	-17,2	-4,5	-14,1	-2,8	-5,3	-7,2	
nov.	-7,3	92,1	-6,8	-7,0	-7,4	-5,9	-12,9	-1,8	-8,0	-0,8	-5,7	-7,8	
dic.	-4,8	90,6	-4,8	-5,1	-5,5	-0,6	-13,2	-0,4	-6,1	0,4	-3,3	-4,5	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 lug.	-0,2	-	0,1	0,2	-0,2	0,7	-1,2	0,4	1,1	0,3	0,7	-1,5	
ago.	0,6	-	1,1	1,3	1,1	0,5	1,5	-0,3	6,1	-1,0	0,1	0,0	
set.	0,5	-	0,3	0,5	0,0	0,5	1,6	0,3	-4,9	0,9	-1,6	-0,7	
ott.	-0,6	-	-0,7	-0,8	-0,4	0,7	-0,7	-1,3	-0,7	-1,3	1,2	-0,5	
nov.	1,0	-	1,4	1,7	1,2	1,7	1,5	1,1	2,4	0,8	-2,6	-0,8	
dic.	-1,6	-	-1,6	-2,3	-0,8	-2,6	-1,4	0,7	0,9	0,7	2,1	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 <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>3)</sup>	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	
2007	120,0	8,7	115,0	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,4	-5,2	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,7	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,9	95,6	-18,4	-2,6	101,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,2	-3,6	923	2,8
2009 1° trim.	83,1	-31,8	95,0	-21,6	-2,9	101,9	-2,8	-3,6	-2,2	-0,7	-6,3	831	-12,6
2° trim.	84,6	-30,6	94,1	-23,2	-2,9	101,7	-2,0	-1,5	-2,2	-2,1	-5,3	932	-0,3
3° trim.	91,0	-21,5	96,1	-18,8	-3,2	101,5	-1,8	-1,4	-2,2	-2,8	-2,9	958	9,6
4° trim.	92,0	-2,9	97,4	-9,1	-1,5	101,6	-0,7	-0,8	-0,6	0,5	-0,4	969	20,5
2009 ago.	90,4	-23,4	97,0	-18,8	-3,2	101,6	-1,7	-0,9	-2,4	-4,0	-2,7	929	14,5
set.	92,4	-16,4	96,3	-17,0	-3,8	101,2	-2,5	-1,8	-3,0	-4,9	-2,8	970	9,6
ott.	90,2	-14,5	96,7	-16,4	-1,6	101,7	-0,4	-1,1	-0,1	2,5	-0,4	979	10,8
nov.	92,8	-0,5	98,1	-6,5	-2,5	101,3	-1,6	-1,5	-1,5	-3,5	-1,3	972	34,0
dic.	93,0	9,2	97,5	-3,0	-0,7	101,8	-0,1	0,1	-0,2	1,9	0,3	957	19,5
2010 gen.	-	-	-	-	-0,3	101,3	-1,0	0,2	-1,5	-	-	875	8,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 set.	-	2,2	-	-0,8	-0,4	-	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	0,0	-	4,4
ott.	-	-2,3	-	0,4	0,5	-	0,5	0,0	0,7	2,2	0,7	-	1,0
nov.	-	2,8	-	1,5	-0,4	-	-0,4	0,0	-0,6	-2,6	-0,4	-	-0,8
dic.	-	0,2	-	-0,6	0,7	-	0,5	0,4	0,5	2,0	0,9	-	-1,6
2010 gen.	-	-	-	-	0,1	-	-0,5	-0,1	-0,6	-	-	-	-8,5

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 percentuali<sup>1)</sup>, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

**5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese**

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	107,2	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,0	-25	-7	-26	56	-10
2008 4° trim.	80,0	-25	-36	18	-22	78,0	-27	-11	-34	49	-14
2009 1° trim.	71,5	-36	-56	20	-31	72,4	-33	-11	-41	64	-14
2° trim.	75,6	-33	-62	18	-20	69,9	-28	-9	-34	59	-11
3° trim.	84,1	-26	-58	12	-9	70,3	-21	-5	-20	51	-9
4° trim.	91,9	-19	-50	7	1	71,5	-17	-3	-11	48	-7
2009 set.	86,7	-24	-56	10	-7	-	-19	-4	-15	48	-10
ott.	89,6	-21	-53	8	-2	71,0	-18	-3	-12	48	-8
nov.	91,9	-19	-51	7	2	-	-17	-3	-10	50	-7
dic.	94,1	-16	-47	5	3	-	-16	-3	-10	46	-5
2010 gen.	96,0	-14	-44	3	5	72,0	-16	-3	-9	46	-6
feb.	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	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.	-33	-42	-24	-17	-23	9	-19	-22	-29	-23	-15
3° trim.	-31	-41	-22	-14	-19	10	-13	-12	-18	-13	-5
4° trim.	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2009 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
2010 gen.	-29	-38	-20	-5	-6	8	-2	-1	-6	-2	5
feb.	-29	-39	-19	-9	-12	9	-5	1	-2	-2	7

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2008.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

## 5.3 Mercato del lavoro <sup>1)</sup>

### 1. Occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (dest.; milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,6	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.	147,796	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.	145,496	-1,8	-1,7	-2,2	-2,3	-4,7	-7,5	-1,8	-2,1	1,7
3° trim.	144,759	-2,1	-2,0	-2,4	-2,7	-6,1	-7,8	-1,8	-2,5	1,7
	variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)									
2008 3° trim.	-0,348	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-1,9	-0,1	0,0	0,2
4° trim.	-0,535	-0,4	-0,3	-0,5	0,1	-1,1	-2,2	-0,4	-0,5	0,6
2009 1° trim.	-1,061	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
2° trim.	-0,704	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,4	-0,4	-0,7	0,6
3° trim.	-0,737	-0,5	-0,5	-0,7	-1,1	-1,7	-2,0	-0,2	-0,5	0,3

### 2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,2		21,8		53,7		46,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,388	7,5	6,489	9,4
2007	11,672	7,5	9,123	6,6	2,549	14,9	5,736	6,7	5,936	8,5
2008	11,889	7,6	9,264	6,6	2,625	15,4	5,996	6,9	5,893	8,3
2009	14,853	9,4	11,621	8,2	3,232	19,4	7,986	9,2	6,868	9,6
2008 4° trim.	12,668	8,0	9,856	7,0	2,812	16,6	6,549	7,6	6,119	8,6
2009 1° trim.	13,901	8,8	10,803	7,7	3,098	18,4	7,374	8,5	6,528	9,2
2° trim.	14,723	9,3	11,491	8,1	3,232	19,3	7,917	9,1	6,806	9,5
3° trim.	15,210	9,6	11,937	8,4	3,273	19,8	8,208	9,5	7,001	9,8
4° trim.	15,579	9,9	12,252	8,7	3,326	20,2	8,443	9,8	7,135	10,0
2009 ago.	15,181	9,6	11,915	8,4	3,267	19,8	8,178	9,5	7,003	9,8
set.	15,400	9,8	12,094	8,6	3,306	20,0	8,341	9,7	7,059	9,9
ott.	15,515	9,8	12,183	8,6	3,332	20,2	8,394	9,7	7,121	9,9
nov.	15,575	9,9	12,251	8,7	3,324	20,2	8,453	9,8	7,122	10,0
dic.	15,645	9,9	12,323	8,7	3,322	20,2	8,482	9,8	7,163	10,0
2010 gen.	15,683	9,9	12,372	8,7	3,310	20,2	8,527	9,9	7,155	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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

#### 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette					Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese	Risorse da istituzioni dell'UE	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

#### 2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie <sup>3)</sup>		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
													A carico delle istituzioni dell'UE	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9

#### 3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici <sup>4)</sup>							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3

#### 4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

## 6.2 Debito <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>				Altri creditori <sup>3)</sup>
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

### 2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

### 3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

**6.3 Variazione del debito <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>6)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>5)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

**2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito**

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) <sup>7)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>8)</sup>											Altro <sup>9)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli <sup>10)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 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	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
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.	49,0	48,3	13,4	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,2	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	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.	49,3	48,7	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	45,3	12,8	13,4	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,7	49,2	14,4	14,2	15,8	3,0	0,9	0,5	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,2	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,3	0,2	38,7
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.	42,3	42,1	10,5	12,5	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	1,5	0,6	0,5	40,2
3° trim.	42,5	42,2	10,7	12,4	15,6	2,0	0,8	0,3	0,3	39,0

### 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 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.	50,8	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,1	10,3	4,6	3,1	25,1	21,4	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	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,3
2006 1° trim.	45,3	42,2	10,0	4,6	2,9	24,7	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	0,1	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	25,8	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.	51,7	46,7	11,0	6,0	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	10,5	5,2	2,9	26,2	22,4	1,3	3,4	2,1	1,2	-6,0	-3,1
2° trim.	49,8	46,0	10,9	5,5	3,1	26,5	23,0	1,3	3,9	2,7	1,2	-5,3	-2,1
3° trim.	48,8	45,1	10,3	5,2	2,7	26,9	23,3	1,4	3,7	2,6	1,1	-6,3	-3,5

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

1) 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 finanziario<sup>1)</sup>**

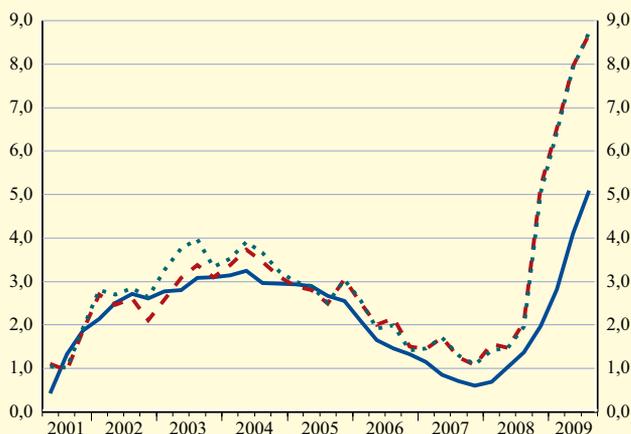
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2006 4° trim.	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007 1° trim.	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
2° trim.	68,6	2,2	11,2	5,1	50,2
3° trim.	67,6	2,1	11,0	5,1	49,4
4° trim.	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8
2008 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	51,6
2° trim.	75,9	2,4	11,5	8,4	53,6
3° trim.	77,6	2,3	11,6	9,2	54,5

**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 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.	4,5	-2,1	2,3	2,0	1,0	0,0	0,6	0,2	-0,7	1,1	5,2
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	-4,0	-2,9	-1,9	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,4
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	-0,4	-0,9	-1,6	0,0	0,1	0,6	0,5	0,0	1,4
4° trim.	8,8	-3,0	5,9	6,5	1,1	2,6	0,8	2,0	0,1	-0,7	8,7
2009 1° trim.	11,9	-6,0	5,9	5,4	4,9	-0,1	-0,2	0,9	-0,3	0,7	12,2
2° trim.	9,4	-5,3	4,1	3,5	1,9	-0,7	1,0	1,3	-0,2	0,8	9,6
3° trim.	4,7	-6,3	-1,6	-2,9	-3,2	0,8	-0,1	-0,4	0,2	1,1	4,5

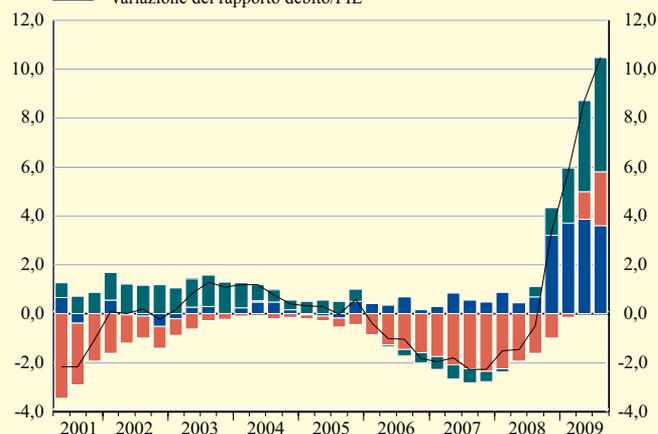
**F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito**  
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

- 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



Fonti: 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

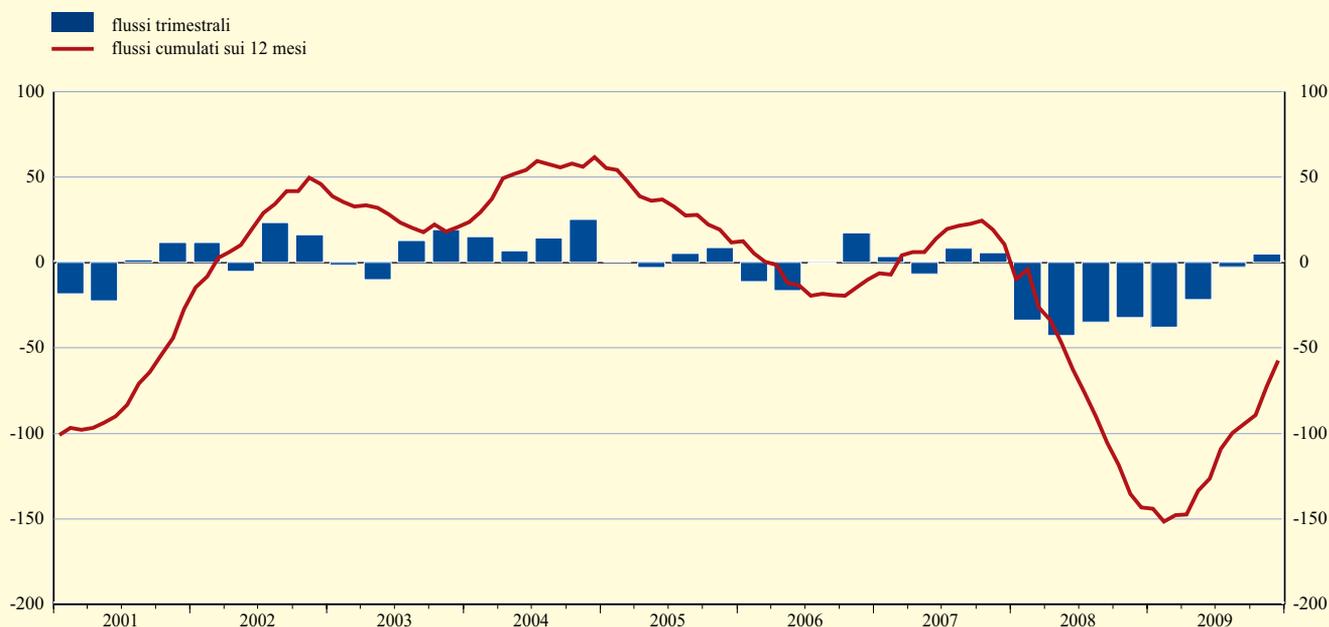
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2009	-57,5	36,1	30,7	-32,8	-91,5	7,6	-49,9	81,8	-90,9	342,1	13,0	-185,0	2,7	-32,0
2008 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.	-21,7	13,1	7,3	-25,1	-16,9	2,2	-19,5	13,9	-4,3	82,8	18,8	-81,0	-2,4	5,5
3° trim.	-2,7	13,3	12,8	-5,8	-22,9	1,5	-1,2	14,0	-24,3	83,4	-4,2	-41,3	0,3	-12,8
4° trim.	4,8	17,5	10,2	0,4	-23,3	2,5	7,4	-1,8	-3,6	46,1	3,6	-47,1	-0,9	-5,6
2008 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.	-10,8	4,1	1,7	-7,9	-8,7	1,7	-9,1	12,4	6,6	-0,6	9,1	-2,9	0,1	-3,3
mag.	-13,7	2,2	3,0	-12,2	-6,7	0,3	-13,5	13,0	10,9	37,9	9,2	-42,8	-2,2	0,5
giu.	2,9	6,9	2,6	-5,0	-1,6	0,3	3,2	-11,5	-21,8	45,5	0,6	-35,3	-0,4	8,4
lug.	9,1	13,6	5,1	-2,6	-7,0	0,9	10,1	-13,0	0,9	-22,9	6,5	6,2	-3,7	3,0
ago.	-6,0	-1,8	3,9	0,2	-8,3	0,6	-5,4	-6,0	4,8	26,5	-9,3	-28,7	0,8	11,3
set.	-5,9	1,4	3,8	-3,4	-7,7	0,0	-5,9	33,0	-29,9	79,8	-1,4	-18,9	3,3	-27,1
ott.	-3,9	6,2	4,0	0,5	-14,6	0,3	-3,6	4,5	-2,0	17,1	0,9	-11,0	-0,6	-0,8
nov.	-0,6	6,0	2,0	-1,4	-7,2	1,2	0,5	-0,6	0,7	-16,9	-0,2	15,3	0,3	0,1
dic.	9,4	5,3	4,3	1,3	-1,5	1,1	10,5	-5,7	-2,4	45,9	2,8	-51,4	-0,6	-4,8
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2009 dic.	-57,5	36,1	30,7	-32,8	-91,5	7,6	-49,9	81,8	-90,9	342,1	13,0	-185,0	2,7	-32,0

### 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

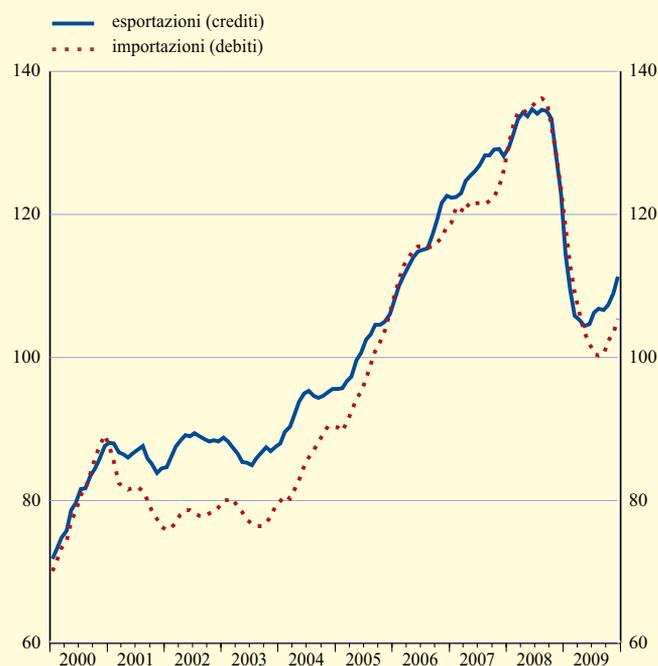
(miliardi di euro; transazioni)

### 1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14
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
2009	2.275,6	2.333,1	-57,5	1.288,8	1.252,7	466,1	435,4	434,0	466,8	86,7	.	178,3	.	18,4	10,7
2008 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.	559,5	581,1	-21,7	312,1	299,0	113,2	106,0	113,1	138,2	21,1	1,5	38,0	5,4	5,0	2,8
3° trim.	559,8	562,5	-2,7	322,9	309,7	124,0	111,2	98,3	104,1	14,6	1,6	37,6	5,5	3,8	2,3
4° trim.	595,3	590,4	4,8	346,0	328,5	120,2	109,9	103,9	103,4	25,3	.	48,6	.	5,5	3,0
2009 ott.	194,8	198,7	-3,9	117,6	111,4	40,2	36,2	33,0	32,5	4,0	.	18,6	.	1,1	0,8
nov.	191,3	192,0	-0,6	114,8	108,8	36,7	34,8	32,1	33,5	7,7	.	14,9	.	2,0	0,9
dic.	209,2	199,8	9,4	113,6	108,3	43,2	38,9	38,7	37,5	13,6	.	15,1	.	2,4	1,3
	Dati destagionalizzati														
2008 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.	564,1	578,3	-14,1	314,0	305,7	115,0	109,5	111,8	117,8	23,4	.	45,2	.	.	.
3° trim.	555,6	559,9	-4,2	319,8	301,3	114,4	105,7	100,0	110,7	21,4	.	42,2	.	.	.
4° trim.	572,0	575,3	-3,2	333,7	316,0	117,2	106,5	99,5	106,6	21,6	.	46,1	.	.	.
2009 lug.	187,9	184,2	3,7	108,7	98,3	38,5	34,8	33,9	37,6	6,8	.	13,5	.	.	.
ago.	184,5	186,5	-2,0	105,4	100,7	37,8	34,8	34,1	36,4	7,1	.	14,6	.	.	.
set.	183,2	189,1	-5,9	105,7	102,3	38,1	36,1	32,0	36,7	7,5	.	14,1	.	.	.
ott.	188,4	193,0	-4,6	110,9	103,8	38,5	34,8	33,3	35,4	5,6	.	19,0	.	.	.
nov.	191,6	192,2	-0,5	110,3	104,1	38,6	36,1	32,7	36,1	10,0	.	15,8	.	.	.
dic.	192,0	190,1	1,9	112,5	108,1	40,0	35,6	33,5	35,2	6,1	.	11,3	.	.	.

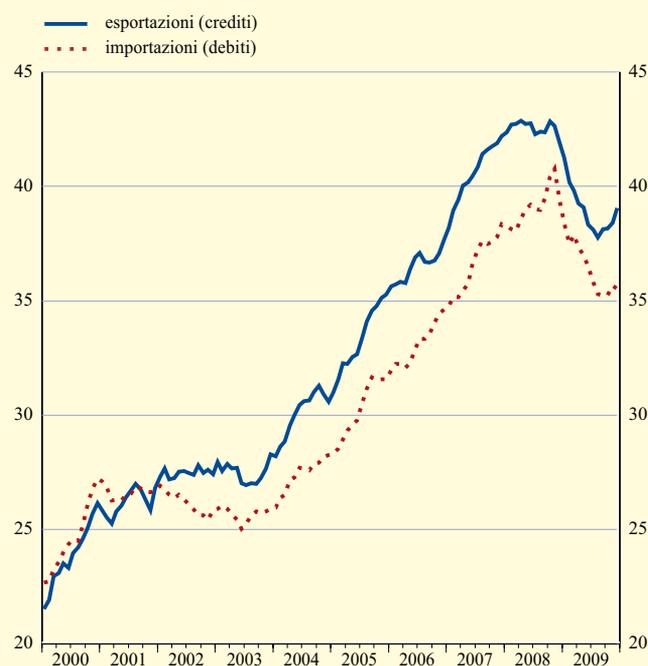
### F31 Conto dei beni

(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	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti					
1	2	3	4	5	Utili reinvestiti	6	7	Utili reinvestiti	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4	
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4	
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4	
2008 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	2,6	108,4	135,6	35,2	4,4	27,5	5,3	5,9	6,1	8,7	36,6	24,2	35,6	34,4	29,6	
3° trim.	4,6	3,0	93,7	101,1	31,3	9,5	27,7	11,9	4,4	4,7	6,6	13,4	24,7	33,9	26,7	21,4	

### 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									
<b>Crediti</b>																
<b>Conto corrente</b>	2.354,4	833,8	49,3	68,5	417,2	238,8	60,0	34,4	31,3	82,6	27,8	48,8	75,7	171,6	331,1	717,4
Beni	1.322,3	441,1	29,4	41,9	188,7	181,0	0,1	18,7	16,1	65,2	20,6	29,7	55,1	84,8	160,1	430,9
Servizi	474,0	158,1	11,3	12,4	101,7	27,4	5,3	7,0	6,5	13,5	5,6	10,3	12,7	47,9	72,7	139,7
Redditi	469,7	170,3	7,9	12,7	115,1	27,4	7,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	32,3	92,7	136,9
da capitale	450,9	163,8	7,8	12,6	113,4	26,7	3,2	8,5	7,9	3,6	1,5	8,5	7,5	25,3	90,9	133,6
Trasferimenti correnti	88,4	64,3	0,7	1,4	11,7	3,0	47,5	0,2	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4	6,6	5,6	9,9
<b>Conto capitale</b>	18,2	15,5	0,0	0,0	1,0	0,1	14,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	1,6	
<b>Debiti</b>																
<b>Conto corrente</b>	2.448,9	781,7	42,5	70,8	361,0	208,1	99,3	-	26,0	-	-	87,6	-	161,8	349,5	-
Beni	1.305,5	367,8	27,3	39,1	142,2	159,3	0,0	22,2	11,2	162,3	18,5	44,3	78,8	74,4	127,2	398,7
Servizi	446,4	137,3	7,6	11,0	85,4	33,0	0,2	5,4	5,8	10,6	4,5	7,7	7,7	38,0	96,9	132,5
Redditi	514,7	166,7	6,7	19,6	121,8	11,3	7,3	-	7,3	-	-	35,1	-	43,5	119,6	-
da capitale	504,3	160,6	6,6	19,5	120,3	6,9	7,2	-	7,2	-	-	35,0	-	43,0	118,8	-
Trasferimenti correnti	182,4	110,0	0,9	1,1	11,6	4,5	91,9	1,4	1,7	2,8	0,7	0,5	0,5	5,8	5,7	53,1
<b>Conto capitale</b>	11,4	2,3	0,0	0,1	1,0	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,8	7,1
<b>Saldo</b>																
<b>Conto corrente</b>	-94,6	52,0	6,9	-2,3	56,2	30,7	-39,3	-	5,2	-	-	-38,8	-	9,9	-18,5	-
Beni	16,7	73,3	2,1	2,9	46,5	21,7	0,1	-3,5	4,9	-97,1	2,1	-14,6	-23,7	10,5	32,8	32,2
Servizi	27,6	20,8	3,7	1,4	16,3	-5,7	5,1	1,6	0,7	2,8	1,1	2,6	5,0	9,9	-24,2	7,2
Redditi	-44,9	3,6	1,2	-6,9	-6,8	16,1	-0,1	-	0,6	-	-	-26,6	-	-11,3	-27,0	-
da capitale	-53,4	3,2	1,2	-7,0	-6,8	19,8	-4,0	-	0,7	-	-	-26,5	-	-17,7	-27,9	-
Trasferimenti correnti	-93,9	-45,6	-0,1	0,3	0,1	-1,5	-44,4	-1,2	-1,0	-2,6	-0,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,1	-43,3
<b>Conto capitale</b>	6,8	13,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	13,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-5,4

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 <sup>1)</sup>			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,0	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	156,7	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,4	4.720,4	325,8
2007	13.906,9	15.155,8	-1.248,9	154,5	168,4	-13,9	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.381,3	5.468,6	347,2
2008	13.312,5	14.949,2	-1.636,7	143,7	161,4	-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 2° trim.	13.314,9	14.831,4	-1.516,5	146,5	163,2	-16,7	4.011,7	3.296,7	3.896,2	6.299,9	-58,2	5.083,7	5.234,7	381,5
3° trim.	13.412,7	14.971,0	-1.558,2	148,7	166,0	-17,3	4.063,9	3.356,6	4.052,1	6.611,2	-60,5	4.926,4	5.003,1	430,9
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 2° trim.	204,5	68,1	136,3	9,1	3,0	6,1	174,1	59,0	257,8	284,3	-7,5	-205,7	-275,1	-14,2
3° trim.	97,8	139,6	-41,8	4,4	6,3	-1,9	52,2	59,9	155,9	311,3	-2,3	-157,3	-231,6	49,4
<b>Transazioni</b>														
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	-195,8	-114,1	-81,7	-2,2	-1,3	-0,9	299,4	208,5	50,0	392,0	-13,0	-529,5	-714,6	-2,7
2009 2° trim.	-2,1	11,8	-13,9	-0,1	0,5	-0,6	97,5	93,2	62,2	145,0	-18,8	-145,4	-226,4	2,4
3° trim.	-9,9	4,1	-14,0	-0,4	0,2	-0,6	59,2	35,0	42,0	125,3	4,2	-115,0	-156,3	-0,3
4° trim.	20,4	18,6	1,8	0,9	0,8	0,1	42,6	39,0	17,0	63,1	-3,6	-36,4	-83,5	0,9
2009 ago.	31,0	25,0	6,0	.	.	.	15,0	19,8	45,8	72,3	9,3	-38,3	-67,0	-0,8
set.	-20,6	12,4	-33,0	.	.	.	30,2	0,3	-24,8	55,1	1,4	-24,1	-42,9	-3,3
ott.	87,5	91,9	-4,5	.	.	.	27,9	26,0	15,7	32,8	-0,9	44,1	33,1	0,6
nov.	28,4	27,8	0,6	.	.	.	9,0	9,7	10,9	-6,0	0,2	8,7	24,1	-0,3
dic.	-95,5	-101,1	5,7	.	.	.	5,7	3,3	-9,6	36,3	-2,8	-89,3	-140,7	0,6
<b>Altre variazioni</b>														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
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 2° trim.	-2,9	-1,5	-	.	.	.	9,4	6,1	-5,6	3,9	.	-9,0	-11,2	-1,2
3° trim.	-3,9	-2,8	-	.	.	.	8,2	4,8	-3,0	5,2	.	-12,6	-15,0	-0,9
4° trim.	-1,5	-0,8	-	.	.	.	8,0	6,5	1,3	6,5	.	-9,7	-12,5	-0,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

## 7.3 Conto finanziario

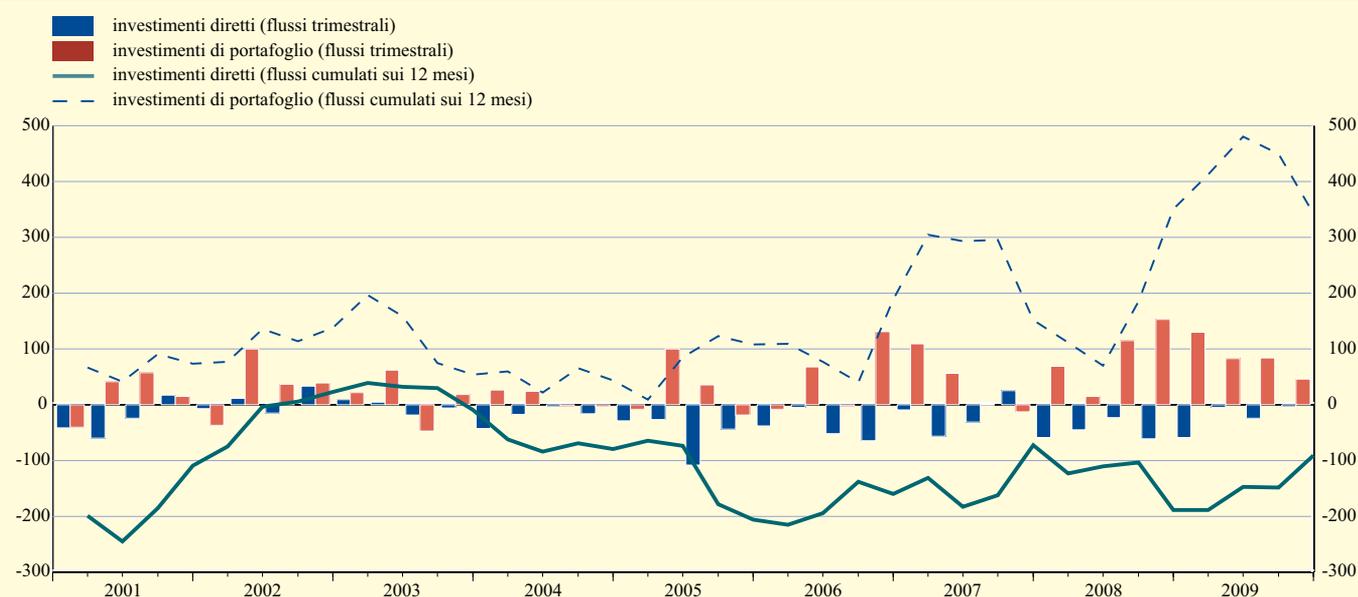
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

### 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 2° trim.	4.011,7	3.147,3	265,1	2.882,2	864,4	10,4	854,0	3.296,7	2.478,5	70,7	2.407,8	818,3	16,6	801,6
3° trim.	4.063,9	3.177,5	262,8	2.914,7	886,4	10,4	876,1	3.356,6	2.537,7	74,5	2.463,2	819,0	15,3	803,6
Transazioni														
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	299,4	208,8	27,5	181,2	90,7	2,3	88,4	208,5	196,0	6,0	190,0	12,5	-0,5	13,0
2009 2° trim.	97,5	78,2	8,9	69,3	19,3	0,6	18,7	93,2	76,7	1,3	75,3	16,5	0,4	16,1
3° trim.	59,2	32,4	0,3	32,1	26,8	0,2	26,6	35,0	36,7	2,4	34,3	-1,7	-1,1	-0,6
4° trim.	42,6	42,6	-2,0	44,6	0,0	0,6	-0,6	39,0	38,7	1,1	37,6	0,3	0,0	0,3
2009 ago.	15,0	10,9	1,6	9,3	4,2	0,3	3,9	19,8	15,7	0,4	15,3	4,1	-0,6	4,6
set.	30,2	15,3	-3,7	19,0	14,9	0,0	14,9	0,3	6,4	0,9	5,5	-6,1	-0,1	-6,0
ott.	27,9	24,3	-0,6	24,9	3,6	0,3	3,3	26,0	16,6	0,3	16,3	9,4	0,1	9,3
nov.	9,0	9,7	0,6	9,1	-0,8	0,2	-1,0	9,7	7,9	0,5	7,4	1,8	-0,1	1,9
dic.	5,7	8,5	-2,1	10,6	-2,8	0,0	-2,9	3,3	14,2	0,4	13,9	-10,9	0,0	-10,8
Tassi di crescita														
2007	15,3	14,6	11,3	14,9	18,5	-55,0	18,7	14,9	14,8	8,3	15,0	15,3	6,3	15,5
2008	9,2	6,9	0,8	7,5	18,8	-1,6	19,1	4,4	3,8	-1,4	4,0	6,4	9,9	6,3
2009 2° trim.	9,4	8,0	7,6	8,0	14,8	5,7	14,8	6,1	7,7	4,6	7,8	1,6	4,9	1,5
3° trim.	8,2	6,6	11,9	6,1	14,2	14,0	14,2	4,8	7,5	6,9	7,5	-2,7	-4,3	-2,7
4° trim.	8,0	7,0	11,7	6,6	11,3	24,4	11,2	6,5	8,2	8,4	8,2	1,5	-3,3	1,6

## 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					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	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
2009 2° trim.	3.896,2	1.216,2	66,4	3,0	1.149,8	29,2	2.251,1	929,3	17,3	1.321,8	38,7	429,0	351,3	55,3	77,7	1,5
3° trim.	4.052,1	1.361,9	74,6	3,1	1.287,3	31,4	2.269,9	927,4	16,8	1.342,6	37,7	420,2	341,8	45,0	78,4	1,4
<b>Transazioni</b>																
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	50,0	31,8	1,1	-0,2	30,7	.	27,7	-95,5	-2,7	123,2	.	-9,5	-4,2	-14,2	-5,2	.
2009 2° trim.	62,2	9,3	-0,3	0,0	9,5	0,3	32,9	-33,7	0,1	66,6	20,8	20,1	12,5	-1,8	7,5	-0,3
3° trim.	42,0	36,7	3,4	0,0	33,3	-0,4	27,4	-7,0	-0,5	34,4	-2,0	-22,2	-10,3	-11,8	-11,9	-0,2
4° trim.	17,0	23,9	3,6	-0,2	20,3	.	23,4	-5,6	0,1	29,1	.	-30,4	-28,1	-0,2	-2,3	.
2009 ago.	45,8	12,3	0,9	0,0	11,3	.	37,3	14,3	0,0	23,0	.	-3,8	-3,0	-5,7	-0,8	.
set.	-24,8	8,1	0,5	0,0	7,6	.	-22,7	-12,7	-1,1	-10,0	.	-10,2	0,8	-4,3	-11,0	.
ott.	15,7	8,0	1,8	0,0	6,2	.	4,2	-3,9	0,6	8,1	.	3,5	2,3	3,3	1,1	.
nov.	10,9	8,7	-0,8	-0,2	9,4	.	20,0	2,8	0,3	17,2	.	-17,8	-16,9	1,6	-0,8	.
dic.	-9,6	7,3	2,5	0,1	4,7	.	-0,8	-4,6	-0,7	3,7	.	-16,1	-13,5	-5,1	-2,6	.
<b>Tassi di crescita</b>																
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 2° trim.	-5,6	-8,5	-15,3	14,9	-8,1	-0,9	-3,0	-10,3	-12,8	2,9	110,0	-10,4	-7,0	-18,6	-24,2	39,2
3° trim.	-3,0	-3,1	-8,5	12,4	-2,8	-3,5	-2,5	-10,6	-18,6	4,0	89,3	-6,9	0,0	-30,8	-32,5	49,3
4° trim.	1,3	2,3	0,6	-7,1	2,4	.	1,2	-9,7	-13,3	10,0	.	-2,9	-2,2	-24,6	-7,0	.

**4. Investimenti di portafoglio: passività**

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 2° trim.	6.299,9	2.282,7	679,0	1.603,7	3.511,9	1.197,2	2.314,7	1.425,6	505,3	79,2	426,1	359,3
3° trim.	6.611,2	2.528,8	713,7	1.815,1	3.523,8	1.179,0	2.344,8	1.448,9	558,6	78,2	480,4	421,7
<b>Transazioni</b>												
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	392,1	89,2	-0,7	89,9	167,7	-10,7	178,4	.	135,3	25,9	109,4	.
2009 2° trim.	145,0	47,8	3,4	44,4	44,6	-2,2	46,8	56,8	52,6	-2,6	55,2	54,1
3° trim.	125,3	78,6	12,3	66,3	-12,9	-7,6	-5,3	-5,9	59,6	13,9	45,7	60,5
4° trim.	63,1	14,0	-12,0	26,0	45,5	10,1	35,5	.	3,6	26,0	-22,4	.
2009 ago.	72,3	57,5	11,4	46,1	4,2	9,1	-4,8	.	10,5	-0,2	10,7	.
set.	55,1	-18,1	-5,4	-12,8	44,5	-13,2	57,7	.	28,6	20,5	8,2	.
ott.	32,8	-26,1	-0,5	-25,6	37,0	12,5	24,5	.	21,9	2,3	19,7	.
nov.	-6,0	-3,0	-2,4	-0,6	10,4	-4,1	14,4	.	-13,3	2,1	-15,4	.
dic.	36,3	43,1	-9,0	52,2	-1,8	1,7	-3,5	.	-5,1	21,7	-26,8	.
<b>Tassi di crescita</b>												
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 2° trim.	3,9	-7,1	-0,4	-9,0	4,8	-4,6	10,4	17,7	99,3	-20,1	233,3	300,3
3° trim.	5,2	-0,6	4,2	-1,9	2,8	-5,3	7,5	12,0	67,6	-5,9	113,9	177,6
4° trim.	6,5	4,0	-0,1	5,8	4,9	-0,8	8,1	.	30,6	36,2	32,1	.

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 2° trim.	5.083,7	27,9	27,7	0,3	2.966,4	2.930,5	35,9	103,2	12,1	42,0	11,2	1.986,1	188,9	1.559,3	414,1
3° trim.	4.926,4	22,8	22,5	0,3	2.823,3	2.790,0	33,2	109,1	11,9	48,4	8,6	1.971,3	190,5	1.544,3	446,2
Transazioni															
2007	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2008	-529,5	-1,6	.	.	-413,4	.	.	4,4	.	.	1,2	-118,9	.	.	-2,0
2009 2° trim.	-145,4	7,0	7,0	0,0	-90,0	-76,0	-13,9	-3,8	0,0	-4,5	-5,1	-58,6	5,3	-68,0	-16,7
3° trim.	-115,0	-6,6	-6,6	0,0	-83,5	-81,2	-2,3	-5,1	-0,3	-4,9	-3,9	-19,8	0,1	-15,8	26,1
4° trim.	-36,4	6,2	.	.	-3,6	.	.	6,8	.	.	1,1	-45,8	.	.	-12,5
2009 ago.	-38,3	-2,5	.	.	-24,9	.	.	1,3	.	.	2,3	-12,2	.	.	14,9
set.	-24,1	-1,8	.	.	-21,3	.	.	-1,9	.	.	-1,8	1,0	.	.	6,4
ott.	44,1	1,9	.	.	13,8	.	.	-0,3	.	.	-0,5	28,7	.	.	3,7
nov.	8,7	0,2	.	.	16,8	.	.	3,7	.	.	1,5	-11,9	.	.	-6,0
dic.	-89,3	4,1	.	.	-34,2	.	.	3,5	.	.	0,1	-62,7	.	.	-10,2
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 2° trim.	-9,0	-28,7	-30,3	5,6	-14,1	-14,1	-17,1	-4,9	-3,3	-13,2	-35,7	0,1	-4,8	-0,8	-3,3
3° trim.	-12,6	-42,4	-43,8	6,0	-18,3	-18,4	-22,4	-2,3	-4,7	-6,6	-20,3	-2,6	-4,1	-2,7	3,3
4° trim.	-9,7	-8,1	.	.	-12,6	.	.	3,7	.	.	14,3	-5,8	.	.	-0,3

### 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 2° trim.	5.234,7	313,4	308,4	5,0	3.587,6	3.551,2	36,4	58,8	0,0	55,0	3,9	1.274,9	182,3	973,2	119,4
3° trim.	5.003,1	264,3	263,8	0,6	3.437,7	3.401,0	36,8	59,7	0,0	55,9	3,8	1.241,3	179,1	952,9	109,4
Transazioni															
2007	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2008	-714,6	-231,6	.	.	-343,9	.	.	-8,5	.	.	.	-130,5	.	.	.
2009 2° trim.	-226,4	-89,3	-91,1	1,8	-81,1	-69,7	-11,4	-2,4	0,0	-3,1	0,7	-53,6	4,4	-57,3	-0,7
3° trim.	-156,3	-43,5	-43,7	0,3	-79,1	-79,7	0,6	1,4	0,0	1,9	-0,5	-35,1	1,3	-24,6	-11,7
4° trim.	-83,5	-16,7	.	.	-71,1	.	.	-3,8	.	.	.	8,1	.	.	.
2009 ago.	-67,0	-9,1	.	.	-44,6	.	.	0,3	.	.	.	-13,7	.	.	.
set.	-42,9	-20,3	.	.	-3,5	.	.	1,2	.	.	.	-20,4	.	.	.
ott.	33,1	-8,3	.	.	14,7	.	.	5,9	.	.	.	20,8	.	.	.
nov.	24,1	-1,3	.	.	16,4	.	.	0,9	.	.	.	8,1	.	.	.
dic.	-140,7	-7,1	.	.	-102,2	.	.	-10,6	.	.	.	-20,8	.	.	.
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 2° trim.	-11,2	19,1	17,3	1.123,2	-14,9	-15,1	-9,6	10,5	41,1	11,3	-1,2	-6,5	-3,5	-7,6	-1,7
3° trim.	-15,0	-27,7	-29,0	916,8	-16,3	-16,4	-13,4	8,1	234,7	9,4	-11,1	-8,3	-2,8	-9,3	-8,6
4° trim.	-12,5	-47,8	.	.	-9,1	.	.	-13,6	.	.	.	-9,5	.	.	.

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)

**7. Altri investimenti: attività**

	Riserve ufficiali													Per memoria			
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		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	17	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
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	5,6
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	5,3
2008	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	5,5
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	5,5
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	5,6
2° trim.	381,5	229,8	347,546	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	77,6	-65,6	5,4
3° trim.	430,9	236,1	347,200	49,8	11,7	133,2	12,7	7,1	113,2	0,5	89,8	22,9	0,2	0,0	56,7	-42,4	50,9
2009 nov.	464,2	271,7	347,166	49,6	10,3	132,6	11,8	8,4	112,2	-	-	-	0,2	0,0	39,5	-32,0	50,3
dic.	462,4	266,0	347,163	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	-	-	-	-0,1	0,0	32,1	-24,5	51,2
2010 gen.	468,7	268,1	347,162	52,0	10,2	138,4	10,3	10,0	118,4	-	-	-	-0,3	0,0	28,3	-20,0	52,5
Transazioni																	
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	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 2° trim.	2,4	0,1	-	-0,5	3,3	-0,4	-0,4	2,9	-3,2	0,0	-2,0	-1,2	0,2	0,0	-	-	-
3° trim.	-0,3	-0,2	-	0,3	0,6	-1,0	2,3	0,3	-3,8	0,0	-7,0	3,2	0,2	0,0	-	-	-
4° trim.	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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 2° trim.	-1,2	-0,9	-	-6,6	174,2	-6,4	106,0	-80,7	2,1	2,6	0,0	15,5	-	-	-	-	-
3° trim.	-0,9	-0,9	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,2	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-
4° trim.	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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
<b>2008</b>	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
<b>Investimenti diretti</b>	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
All'estero	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Azioni/utigli reinvestiti	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Debito	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
Nell'area dell'euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Azioni/utigli reinvestiti	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Debito	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Azioni	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Strumenti di debito	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Obbligazioni e note	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Strumenti di mercato monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
<b>Altri investimenti</b>	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Attività	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
Amministrazioni pubbliche	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Altri settori	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
Passività	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,1
Amministrazioni pubbliche	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Altri settori	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
<b>dal 4° trim. 2008 al 3° trim. 2009</b>	Transazioni cumulate														
<b>Investimenti diretti</b>	148,5	54,1	1,2	7,4	34,5	11,0	0,0	-5,0	3,7	-10,0	-21,9	34,1	66,0	0,0	27,5
All'estero	303,6	105,7	1,6	19,3	78,9	5,8	0,0	3,3	4,0	-1,3	-0,4	83,4	61,5	0,0	47,4
Azioni/utigli reinvestiti	192,9	56,8	1,3	9,5	43,7	2,3	0,0	3,5	2,4	0,7	3,7	42,5	48,7	0,0	34,6
Debito	110,7	48,9	0,3	9,8	35,2	3,5	0,0	-0,2	1,6	-2,0	-4,1	41,0	12,8	0,0	12,8
Nell'area dell'euro	155,1	51,5	0,4	11,9	44,4	-5,2	0,0	8,3	0,3	8,7	21,5	49,3	-4,5	0,0	19,9
Azioni/utigli reinvestiti	177,6	52,6	0,5	12,4	37,6	2,0	0,0	8,5	0,2	2,8	13,0	63,6	8,7	0,0	28,3
Debito	-22,5	-1,0	-0,1	-0,5	6,8	-7,3	0,0	-0,1	0,1	5,9	8,5	-14,3	-13,2	0,0	-8,4
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-133,1	41,0	5,7	11,6	7,6	-4,8	20,9	4,6	4,2	-47,0	8,2	-41,3	-113,4	-2,5	13,1
Azioni	-46,2	-1,4	0,4	1,2	-2,4	-0,6	0,0	3,8	5,7	-5,7	6,6	-13,0	-49,3	0,0	7,1
Strumenti di debito	-86,9	42,4	5,3	10,3	10,1	-4,2	20,9	0,8	-1,5	-41,3	1,6	-28,3	-64,1	-2,5	6,0
Obbligazioni e note	-58,5	49,8	4,8	16,2	15,4	-4,1	17,5	-2,9	-0,8	-28,5	0,3	-28,2	-48,8	-2,9	3,6
Strumenti di mercato monetario	-28,4	-7,3	0,5	-5,9	-5,3	-0,1	3,5	3,7	-0,7	-12,8	1,3	-0,1	-15,3	0,4	2,4
<b>Altri investimenti</b>	174,1	-220,9	1,5	-9,4	-221,7	18,8	-10,1	-3,1	5,4	68,7	85,1	49,9	82,1	18,9	88,1
Attività	-722,3	-332,5	-15,8	-13,7	-319,6	15,1	1,5	-0,8	-10,3	-9,4	-53,8	-188,1	-43,1	-4,9	-79,4
Amministrazioni pubbliche	-2,3	-2,4	-0,3	-0,1	-2,0	-0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	1,3	-1,2
IFM	-664,4	-326,2	-14,9	-13,4	-312,9	14,5	0,6	-1,3	-12,5	-7,2	-50,2	-108,3	-47,3	-6,1	-105,3
Altri settori	-55,5	-3,9	-0,6	-0,1	-4,7	0,9	0,7	0,5	2,2	-2,2	-3,6	-79,9	4,2	0,0	27,2
Passività	-896,4	-111,6	-17,4	-4,3	-97,9	-3,7	11,7	2,3	-15,8	-78,0	-138,9	-238,0	-125,2	-23,8	-167,4
Amministrazioni pubbliche	4,3	2,2	0,0	-0,2	0,3	0,0	2,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	2,2	-0,2
IFM	-787,5	-95,6	-16,6	-1,4	-78,1	-0,6	1,2	1,1	-15,4	-79,6	-139,5	-142,6	-128,8	-25,9	-161,0
Altri settori	-113,2	-18,2	-0,8	-2,6	-20,2	-3,1	8,4	1,2	-0,3	1,7	0,6	-95,6	3,7	-0,1	-6,2

Fonte: BCE.

**7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>**

(miliardi di euro; transazioni)

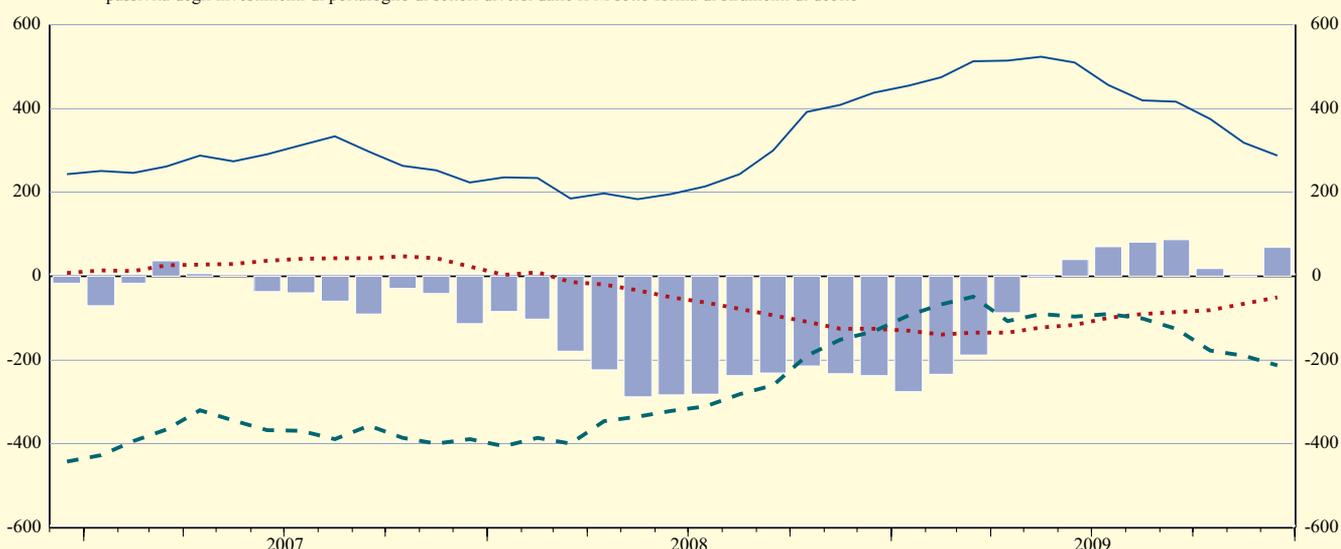
**Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM**

	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		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
2009	69,0	-49,9	-269,6	203,0	-30,7	-117,9	89,9	287,8	114,5	-139,0	13,0	-32,0
2008 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.	77,4	-19,5	-88,0	91,4	-9,5	-74,2	44,4	102,0	62,5	-56,0	18,8	5,5
3° trim.	-1,2	-1,2	-58,7	33,7	-33,3	-22,5	66,3	40,4	24,8	-33,7	-4,2	-12,8
4° trim.	34,5	7,4	-44,0	37,9	-20,3	-26,8	26,0	13,0	39,0	4,3	3,6	-5,6
2008 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.	21,4	-9,1	-59,8	73,2	5,2	-48,3	-24,1	48,9	-11,5	41,0	9,1	-3,3
mag.	5,2	-13,5	-11,3	20,9	-1,9	-33,2	28,6	30,3	86,6	-110,8	9,2	0,5
giu.	50,8	3,2	-16,9	-2,6	-12,9	7,4	39,9	22,7	-12,6	13,8	0,6	8,4
lug.	-0,1	10,1	-11,7	14,3	-14,3	-21,4	33,0	-31,3	13,0	-1,2	6,5	3,0
ago.	19,4	-5,4	-13,2	19,9	-11,3	-22,2	46,1	5,9	10,9	-13,3	-9,3	11,3
set.	-20,4	-5,9	-33,9	-0,5	-7,6	21,0	-12,8	65,9	0,9	-19,2	-1,4	-27,1
ott.	-4,7	-3,6	-28,2	25,6	-6,2	-9,2	-25,6	44,2	-28,4	26,7	0,9	-0,8
nov.	-8,5	0,5	-8,1	9,3	-9,4	-16,4	-0,6	-0,9	8,2	9,0	-0,2	0,1
dic.	47,6	10,5	-7,7	3,0	-4,7	-1,2	52,2	-30,3	59,2	-31,4	2,8	-4,8
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2009 dic.	69,0	-49,9	-269,6	203,0	-30,7	-117,9	89,9	287,8	114,5	-139,0	13,0	-32,0

**F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>**

(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<sup>1)</sup> (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	3,6	8,1	1.560,5	768,5	337,7	412,6	1.301,5	1.601,9	1.020,2	233,1	333,2	1.020,2	293,7
2009	-18,1	-22,3	1.275,8				1.046,1	1.256,1				824,2	
2009 1° trim.	-20,9	-20,7	310,9	147,1	65,6	86,3	258,8	320,8	180,6	49,4	78,6	213,5	35,6
2° trim.	-23,2	-27,2	309,3	150,4	63,5	85,0	254,5	306,7	170,4	47,5	76,3	202,5	41,4
3° trim.	-19,4	-25,8	319,3	154,9	64,5	87,7	262,0	311,0	177,3	47,4	77,9	203,5	48,3
4° trim.	-8,4	-14,6	336,2				270,9	317,6				204,7	
2009 lug.	-18,1	-28,9	107,9	52,7	22,5	29,7	89,8	103,1	57,9	15,7	25,8	67,6	15,8
ago.	-21,2	-25,7	103,4	49,6	20,1	28,7	84,0	102,4	58,5	15,6	25,8	67,1	16,2
set.	-19,3	-22,8	108,0	52,7	21,8	29,2	88,2	105,5	60,9	16,2	26,3	68,8	16,4
ott.	-17,1	-22,4	110,9	52,8	22,1	29,2	89,7	104,7	60,5	15,2	25,6	68,0	16,1
nov.	-5,5	-13,8	110,9	53,1	21,0	31,5	89,4	105,6	61,4	15,6	25,8	67,9	16,7
dic.	-0,5	-5,9	114,4				91,8	107,3				68,9	
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	1,3	0,4	146,1	141,5	157,7	146,9	142,7	128,8	122,5	143,8	143,3	133,2	108,3
2009													
2009 1° trim.	-20,8	-14,7	117,6	110,8	120,0	124,3	112,0	113,5	104,1	117,6	130,9	109,6	99,4
2° trim.	-22,0	-19,3	118,4	115,4	117,2	122,6	111,7	109,5	98,2	114,0	130,8	106,5	97,2
3° trim.	-17,5	-14,7	121,4	118,0	118,4	125,5	114,7	110,4	100,4	117,4	133,0	108,2	97,3
4° trim.													
2009 lug.	-16,2	-18,2	122,8	120,7	123,8	126,6	117,6	109,1	98,0	115,3	131,3	106,9	98,2
ago.	-19,4	-13,7	118,3	113,5	111,2	123,8	110,7	109,9	100,3	117,0	132,2	107,5	96,8
set.	-17,3	-12,2	123,1	119,8	120,2	126,2	115,8	112,1	102,9	120,0	135,3	110,2	96,9
ott.	-14,5	-12,4	127,5	121,6	122,8	126,2	118,7	113,7	104,1	114,7	135,5	110,9	98,0
nov.	-2,7	-6,3	127,2	120,9	117,0	137,8	118,3	112,6	102,6	118,9	135,7	110,5	95,9
dic.													

### 2. Prezzi<sup>2)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	100,9	-2,5	-4,1	0,6	0,5	-26,6	-2,5	102,2	-9,4	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 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
4° trim.	100,6	-2,0	-5,2	-1,1	-0,5	6,6	-1,9	103,4	-3,2	-5,0	-2,0	-2,9	-2,9	-3,1
2009 ago.	101,2	-3,6	-6,1	0,8	0,6	-30,1	-3,5	103,3	-12,2	-7,6	-1,0	-0,4	-31,4	-4,8
set.	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
ott.	100,4	-3,6	-6,5	-1,0	-1,1	-13,7	-3,5	102,8	-7,7	-7,2	-2,1	-3,1	-16,7	-4,8
nov.	100,7	-2,1	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,5	-3,5	-5,5	-2,4	-3,5	-2,3	-3,6
dic.	100,6	-0,3	-3,7	-0,6	0,3	32,5	-0,2	103,9	1,9	-2,1	-1,6	-2,0	15,1	-0,9
2010 gen.	101,6	0,3	-1,4	-1,0	0,8									

Fonte: Eurostat.

- 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.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2008	1.560,5	35,0	53,6	220,2	232,7	78,4	86,6	42,8	187,5	308,0	65,7	33,6	100,5	68,1	147,0
2009	1.275,8	.	.	.	.	49,4	78,8	34,3	150,9	282,0	67,9	28,6	91,9	54,0	.
2008 3° trim.	398,3	9,1	14,0	55,9	60,0	21,0	21,9	10,8	46,9	77,1	16,0	8,2	26,8	17,6	37,1
4° trim.	366,7	8,0	11,4	49,1	52,1	17,6	21,2	8,3	43,6	74,3	15,6	8,1	24,9	17,4	38,8
2009 1° trim.	310,9	7,4	10,0	42,3	43,9	12,5	19,9	7,7	39,9	65,2	15,4	7,0	23,4	12,8	25,8
2° trim.	309,3	6,4	9,6	42,4	42,3	12,1	19,3	8,3	37,7	70,4	16,8	7,1	22,8	12,4	25,6
3° trim.	319,3	6,9	10,5	44,7	44,9	12,1	19,4	9,1	35,8	71,3	17,3	7,2	22,5	14,1	28,1
4° trim.	336,2	.	.	.	.	12,6	20,2	9,2	37,5	75,0	18,3	7,3	23,3	14,6	.
2009 lug.	107,9	2,3	3,6	15,0	14,9	4,2	6,5	3,1	12,6	24,1	5,7	2,6	7,6	5,0	9,1
ago.	103,4	2,3	3,4	14,3	14,7	3,8	6,4	3,0	11,4	23,5	5,7	2,2	7,4	4,4	8,9
set.	108,0	2,3	3,5	15,4	15,3	4,1	6,5	3,0	11,9	23,7	5,8	2,4	7,5	4,8	10,1
ott.	110,9	2,2	3,6	14,9	15,3	4,1	6,5	3,0	12,6	24,2	6,0	2,4	7,6	4,6	12,3
nov.	110,9	2,1	3,5	14,9	15,1	4,2	6,8	3,1	12,5	25,0	6,2	2,4	7,8	4,9	10,9
dic.	114,4	.	.	.	.	4,4	6,9	3,1	12,3	25,8	6,1	2,6	7,9	5,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2009	100,0	.	.	.	.	3,9	6,2	2,7	11,8	22,1	5,3	2,2	7,2	4,2	.
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2008	1.601,9	30,6	52,2	164,2	184,7	122,0	69,9	32,4	137,7	481,6	184,5	56,9	141,0	81,8	103,6
2009	1.256,1	.	.	.	.	81,2	64,9	26,3	116,5	377,1	158,0	42,8	93,2	59,0	.
2008 3° trim.	414,7	7,9	13,4	41,6	47,5	34,3	17,9	8,2	35,5	124,7	48,1	14,0	38,1	21,2	24,5
4° trim.	372,7	7,3	11,5	36,2	43,0	24,8	17,4	7,0	33,7	113,4	46,6	13,4	30,7	19,8	27,7
2009 1° trim.	320,8	6,9	9,4	31,7	39,3	17,8	16,7	6,7	33,1	98,5	42,1	11,5	23,7	14,9	22,1
2° trim.	306,7	6,3	8,9	30,4	38,5	18,1	16,1	6,3	28,4	92,7	39,7	10,4	23,1	14,2	23,7
3° trim.	311,0	6,8	9,9	31,3	40,6	21,8	16,1	6,6	27,0	92,8	38,2	10,4	22,5	14,7	20,9
4° trim.	317,6	.	.	.	.	23,5	16,0	6,7	28,0	93,1	38,0	10,5	23,9	15,2	.
2009 lug.	103,1	2,3	3,4	10,4	13,2	6,8	5,4	2,2	9,1	30,6	12,6	3,5	7,6	5,0	7,2
ago.	102,4	2,3	3,2	10,3	13,6	6,7	5,4	2,1	8,8	30,7	12,7	3,5	7,3	4,8	7,1
set.	105,5	2,2	3,3	10,6	13,8	8,3	5,3	2,2	9,1	31,4	12,9	3,5	7,6	4,9	6,6
ott.	104,7	2,2	3,1	10,7	14,1	7,8	5,2	2,3	8,9	30,8	12,7	3,5	7,3	4,7	7,5
nov.	105,6	2,1	3,1	10,2	14,0	7,9	5,3	2,3	9,3	30,9	12,6	3,5	8,4	5,2	6,8
dic.	107,3	.	.	.	.	7,8	5,5	2,1	9,7	31,4	12,8	3,5	8,3	5,2	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2009	100,0	.	.	.	.	6,5	5,2	2,1	9,3	30,0	12,6	3,4	7,4	4,7	.
<b>Saldo</b>															
2008	-41,4	4,4	1,4	56,0	48,1	-43,6	16,7	10,4	49,8	-173,6	-118,8	-23,3	-40,6	-13,7	43,4
2009	19,7	.	.	.	.	-31,8	13,9	8,1	34,4	-95,1	-90,1	-14,2	-1,3	-5,0	.
2008 3° trim.	-16,5	1,2	0,6	14,3	12,5	-13,3	4,0	2,6	11,4	-47,6	-32,1	-5,8	-11,3	-3,6	12,6
4° trim.	-6,0	0,7	-0,1	12,9	9,0	-7,2	3,7	1,3	9,9	-39,2	-30,9	-5,3	-5,9	-2,4	11,1
2009 1° trim.	-9,9	0,5	0,6	10,6	4,6	-5,2	3,3	1,0	6,8	-33,3	-26,7	-4,4	-0,4	-2,0	3,7
2° trim.	2,6	0,1	0,7	12,0	3,7	-6,0	3,2	2,0	9,3	-22,9	-22,9	-3,4	-0,3	-1,8	1,9
3° trim.	8,3	0,1	0,6	13,4	4,3	-9,7	3,3	2,5	8,7	-21,4	-20,9	-3,2	0,0	-0,6	7,2
4° trim.	18,6	.	.	.	.	-10,9	4,2	2,5	9,5	-18,1	-19,7	-3,1	-0,7	-0,6	.
2009 lug.	4,8	0,0	0,2	4,6	1,7	-2,6	1,2	0,9	3,5	-6,5	-6,9	-0,9	0,0	0,0	1,9
ago.	1,0	0,0	0,2	4,0	1,1	-2,9	1,0	0,8	2,5	-7,3	-6,9	-1,2	0,1	-0,4	1,8
set.	2,5	0,1	0,2	4,7	1,4	-4,2	1,2	0,8	2,7	-7,7	-7,1	-1,1	-0,1	-0,2	3,5
ott.	6,3	0,0	0,5	4,3	1,2	-3,8	1,3	0,7	3,7	-6,6	-6,6	-1,1	0,3	-0,1	4,8
nov.	5,3	0,0	0,4	4,6	1,1	-3,7	1,5	0,8	3,2	-5,9	-6,3	-1,2	-0,6	-0,3	4,1
dic.	7,0	.	.	.	.	-3,4	1,3	1,0	2,6	-5,6	-6,7	-0,9	-0,4	-0,2	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

### 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
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	103,0	102,4	111,5	101,3	115,2	104,1
2009 1° trim.	109,9	109,2	104,7	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	107,3	.	.	.	122,5	109,0
2009 feb.	108,7	108,0	103,4	-	-	-	117,7	106,0
mar.	111,1	110,3	105,5	-	-	-	120,4	108,1
apr.	110,3	109,5	104,6	-	-	-	119,1	106,9
mag.	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,2
giu.	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,3
lug.	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7
ago.	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,9
set.	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,8
ott.	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,6
nov.	114,0	112,5	107,6	-	-	-	122,9	109,3
dic.	113,0	111,3	106,2	-	-	-	121,7	108,0
2010 gen.	110,8	108,9	104,2	-	-	-	119,1	105,5
feb.	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,8
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2010 feb.	-2,5	-2,6	-2,5	-	-	-	-2,4	-2,6
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2010 feb.	-0,6	-1,8	-1,8	-	-	-	-1,3	-3,0

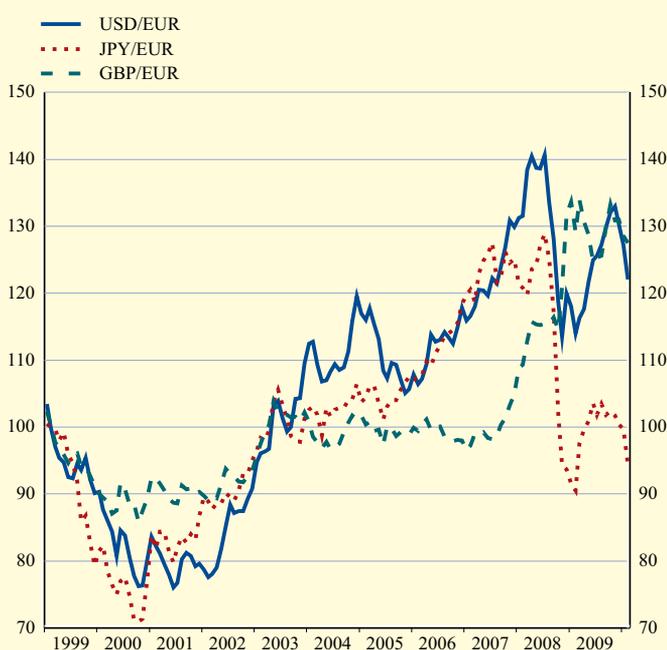
### F35 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2010 gen.	7,4424	10,1939	0,88305	1,4272	130,34	1,4765	1.624,76	11,0783	1,9930	1,4879	8,1817	1,5624
feb.	7,4440	9,9505	0,87604	1,3686	123,46	1,4671	1.582,70	10,6305	1,9326	1,4454	8,0971	1,5434
	variazione percentuale sul mese precedente											
2010 feb.	0,0	-2,4	-0,8	-4,1	-5,3	-0,6	-2,6	-4,0	-3,0	-2,9	-1,0	-1,2
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2010 feb.	-0,1	-8,8	-1,2	7,0	4,4	-1,6	-14,2	7,2	-0,4	-9,3	-7,8	-21,7
	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 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		
2010 gen.	26,133	15,6466	0,7088	3,4528	269,43	4,0703	1,9558	4,1383	7,2938	2,1028		
feb.	25,979	15,6466	0,7090	3,4528	271,21	4,0144	1,9558	4,1196	7,3029	2,0756		
	variazione percentuale sul mese precedente											
2010 feb.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,7	-1,4	0,0	-0,5	0,1	-1,3		
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2010 feb.	-8,7	0,0	0,5	0,0	-9,1	-13,6	0,0	-3,9	-1,7	-2,5		
	Real brasiliano <sup>1)</sup>	Yuan renminbi cinese	Corona islandese <sup>2)</sup>	Rupia indiana <sup>3)</sup>	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano <sup>1)</sup>	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	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 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
2010 gen.	2,5383	9,7436	-	65,5361	13.263,60	4,8170	18,2820	1,9646	65,702	42,5749	10,6492	47,150
feb.	2,5237	9,3462	-	63,4291	12.786,05	4,6743	17,7154	1,9615	63,317	41,2845	10,4964	45,360
	variazione percentuale sul mese precedente											
2010 feb.	-0,6	-4,1	-	-3,2	-3,6	-3,0	-3,1	-0,2	-3,6	-3,0	-1,4	-3,8
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2010 feb.	-15,0	6,9	-	0,9	-16,1	0,6	-5,0	-21,1	4,1	-9,9	-18,0	0,5

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	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2009 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	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2009 nov. dic.	0,9	0,2	0,9	-2,1	-1,4	1,3	5,2	3,8	4,6	2,4	1,9
	1,6	0,5	1,2	-1,9	-1,4	1,2	5,4	3,8	4,7	2,8	2,9
2010 gen.	1,8	0,4	1,9	-1,0	-3,3	-0,3	6,2	3,9	5,2	2,7	3,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,3	-0,5	-0,4	-9,3	-3,6	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,7	4,5	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,8	-2,1	3,4	-2,7	-4,1	-3,2	-3,8	-3,6	-5,5	2,5	-5,0
Debito lordo 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 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	3,60
2010 gen.	6,65	4,28	3,57	-	13,76	8,15	7,62	6,13	8,80	3,37	4,01
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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
2010 gen.	4,44	1,55	1,46	2,74	4,77	3,07	6,90	4,24	8,56	0,48	0,61
PIL a prezzi costanti											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,4	-0,2	0,5
2009			-5,1			-15,0	-6,3	1,7	-6,9	-4,9	-5,0
2009 2° trim.	-4,9	-4,7	-7,1	-16,1	-17,3	-16,6	-6,8	1,5	-8,0	-5,8	-5,9
3° trim.	-5,4	-4,1	-5,7	-15,6	-19,3	-14,7	-7,1	1,3	-7,6	-5,4	-5,3
4° trim.			-3,3			-13,2	-5,3	2,8	-6,9	-1,5	-3,3
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2008	-24,6	-2,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-6,0	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009	-7,3	0,7	4,0	7,6	11,3	6,5	2,4	0,1	-3,7	7,0	-1,1
2009 2° trim.	-12,4	-2,6	4,4	7,9	16,7	3,6	4,4	-0,1	-5,3	9,2	-0,7
3° trim.	4,7	-1,6	5,7	9,6	11,8	6,8	4,7	-1,0	-2,3	7,0	-0,8
4° trim.			4,5			10,6		-0,9	-4,3	4,4	
Debito esterno lordo in percentuale del PIL											
2007	100,3	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	151,4	401,3
2008	108,4	47,6	179,0	118,5	128,5	71,6	152,4	56,7	55,8	175,3	431,4
2009 1° trim.	106,7	46,1	187,5	118,9	128,6	72,7	187,4	62,0	57,3	185,3	416,6
2° trim.	107,1	45,3	189,2	121,2	131,7	77,5	164,4	60,0	60,6	217,3	390,9
3° trim.	107,6	44,4	192,2	123,7	145,8	83,1	164,2	60,0	65,5	210,7	408,0
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,1	9,3	4,5	6,9		2,8	2,8
2009										4,8	
2009 2° trim.	14,2	4,3	9,5	3,4	-1,7	10,8		4,0		6,6	6,6
3° trim.	10,2	2,2	5,1	1,5	-13,0	-6,5		4,5		5,0	4,2
4° trim.										0,1	
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,7	6,8	6,0	13,8	17,6		10,0	8,2		8,3	
2009 3° trim.	6,9	7,3	6,2	15,2	18,9	14,6	10,5	8,4	7,2	8,6	7,8
4° trim.	7,7	7,8	7,1	15,5	21,9		10,8	8,7		8,8	
2009 nov. dic.	7,7	7,8	7,1		22,0		10,8	8,7		8,7	7,8
	8,0	8,0	7,3		22,6		10,8	8,7		9,0	
2010 gen.	8,1	8,2			22,9		11,1	8,9		9,1	

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

**9.2 Stati Uniti e Giappone**

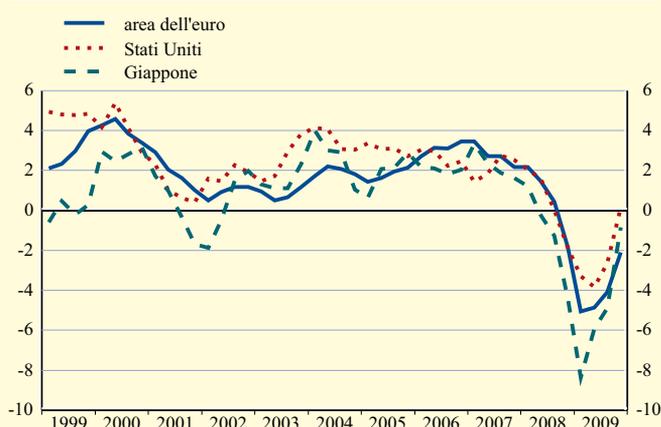
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Indicatori economici e finanziari**

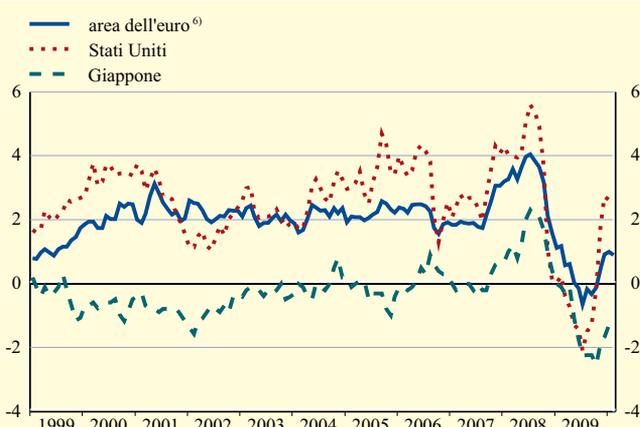
	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>3)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,7
2007	2,9	2,3	2,1	1,6	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,3
2008	3,8	1,0	0,4	-3,1	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-0,9	-2,4	-11,1	9,3	7,6	0,69	4,17	1,3948	.	.
2008 4° trim.	1,6	1,7	-1,9	-8,7	7,0	8,5	2,77	2,70	1,3180	-8,1	56,3
2009 1° trim.	0,0	-0,1	-3,3	-13,9	8,2	9,5	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	-1,2	-2,6	-10,6	9,6	7,7	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
4° trim.	1,4	-2,8	0,1	-4,7	10,0	4,9	0,27	4,17	1,4779	.	.
2009 ott.	-0,2	-	-	-7,6	10,1	5,8	0,28	3,71	1,4816	-	-
nov.	1,8	-	-	-4,6	10,0	5,5	0,27	3,44	1,4914	-	-
dic.	2,7	-	-	-1,7	10,0	3,4	0,25	4,17	1,4614	-	-
2010 gen.	2,6	-	-	2,1	9,7	1,9	0,25	3,92	1,4272	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	0,25	3,89	1,3686	-	-
<b>Giappone</b>											
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	-1,4	.	-5,1	-22,5	5,1	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	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2° trim.	-1,0	2,5	-5,9	-27,9	5,2	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	.	-4,9	-20,1	5,5	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
4° trim.	-2,0	.	-0,9	-5,4	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2009 ott.	-2,5	-	-	-15,1	5,1	3,4	0,33	1,58	133,91	-	-
nov.	-1,9	-	-	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,41	132,97	-	-
dic.	-1,7	-	-	5,2	5,1	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-
2010 gen.	-1,3	-	-	18,4	.	2,9	0,26	1,42	130,34	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	0,25	1,43	123,46	-	-

**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	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	<b>S16</b>
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F9	Depositi totali per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>intermediari finanziari</i> )	<b>S17</b>
F11	Depositi totali per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ( <i>società non finanziarie e famiglie</i> )	<b>S18</b>
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S37</b>
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S38</b>
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S39</b>
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S40</b>
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S41</b>
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S43</b>
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S43</b>
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S44</b>
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S44</b>
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	<b>S45</b>
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S46</b>
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S59</b>
F29	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S59</b>
F30	Saldi di conto corrente	<b>S60</b>
F31	Conto dei beni	<b>S60</b>
F32	Conto dei servizi	<b>S61</b>
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S61</b>
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	<b>S69</b>
F35	Tassi di cambio effettivi	<b>S72</b>
F36	Tassi di cambio bilaterali	<b>S72</b>
F37	PIL a prezzi costanti	<b>S75</b>
F38	Indici dei prezzi al consumo	<b>S75</b>



## NOTE TECNICHE

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese  $t$  è calcolato come:

$$(a) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove  $I_t$  è l'indice delle consistenze corrette al mese  $t$  (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](http://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'EURO<sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### SEZIONI DA 3.1 A 3.5

#### UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

#### CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule k) e l), il tasso di crescita  $a_t$  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 <sup>4)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici vie-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

ne aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

## TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagiona-

lizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

## SEZIONE 7.3

### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre  $t$  si calcola sulla base delle posizioni ( $L_t$ ) e delle transazioni trimestrali ( $F_t$ ), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo 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](http://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](mailto: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 3 marzo 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 1999<sup>1)</sup> nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nell'SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

Il gruppo “Altri Stati membri dell’UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell’FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a *n* anni” equivale a “non superiore a *n* anni”.

## PRINCIPALI INDICATORI

L’andamento dei principali indicatori economici per l’area dell’euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

## STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell’ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell’anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell’area dell’euro soggette all’obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall’aggregato soggetto a riserva. Se un’istituzione creditizia non

è in grado di fornire evidenza dell’ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall’aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L’ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell’area dell’euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell’Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell’area dell’euro presso l’Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell’Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l’emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell’UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolda-

to dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

## MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai

non residenti nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono dati sulle transazioni corretti per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE del 1° dicembre 1998 concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie<sup>2)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10<sup>3)</sup>.

2) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

3) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio “titoli del mercato monetario” è stata fusa con la voce “obbligazioni” per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere 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 Svensson<sup>4)</sup>. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

## I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale,

sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine<sup>5)</sup>. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici<sup>6)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>7)</sup>. 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 lavoro<sup>8)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>9)</sup>. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali

(cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli 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 2000<sup>10)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al 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 pubbliche<sup>11)</sup>. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

## TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>12)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>13)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei 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 regio-

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) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali 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* nel numero di gennaio 2010 di questo 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. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito esterno lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>



### 11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

### 8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

### 12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

### 6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

### 5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

### 3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

### 7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

### 8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

<sup>1)</sup> La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

#### **15 OTTOBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

#### **6 NOVEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

#### **4 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

#### **18 DICEMBRE 2008**

Il Consiglio direttivo della 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, 14 GENNAIO, 4 FEBBRAIO E 4 MARZO 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 dicembre 2009 e febbraio 2010. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu).

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

### RAPPORTO ANNUALE

*Rapporto annuale 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.

*I mercati pronti contro termine in euro e la turbolenza finanziaria, febbraio 2010.*

I mercati degli immobili commerciali dell'area dell'euro e il relativo impatto sul settore bancario, febbraio 2010.

Aggiornamento sugli sviluppi delle statistiche economiche generali per l'area dell'euro, febbraio 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. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabàrbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.
- 106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.
- 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**

- 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.
- 1145 *An area-wide real-time database for the euro area*, di D. Giannone, J. Henry, M. Lalik e M. Modugno, gennaio 2010.
- 1146 *The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts*, di M. Ehrmann, S. Eijffinger e M. Fratzscher, gennaio 2010.
- 1147 *Interbank contagion at work: evidence from a natural experiment*, di R. Iye e J.-L. Peydró, gennaio 2010.
- 1148 *Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data*, di J. J. Pérez e J. Sánchez, gennaio 2010.

- 1149 *Does it matter how aggregates are measured? The case of monetary transmission mechanisms in the euro area*, di A. Beyer e K. Juselius, gennaio 2010.
- 1150 *Do bank loans and credit standards have an effect on output? A panel approach for the euro area*, di L. Cappiello, A. Kadareja, C. Kok Sørensen e M. Protopapa, gennaio 2010.
- 1151 *Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates*, di M. Bussière, M. Ca' Zorzi, A. Chudik e Alistair Dieppe, gennaio 2010.
- 1152 *Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis*, di L. Schuknecht, J. von Hagen e G. Wolswijk, febbraio 2010.
- 1153 *The determination of wages of newly hired employees: survey evidence on internal versus external factors*, di K. Galuščák, M. Keeney, D. Nicolitsas, F. Smets, P. Strzelecki e M. Vodopivec, febbraio 2010.
- 1154 *Public and private inputs in aggregate production and growth: a cross-country efficiency approach*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, febbraio 2010.
- 1155 *Combining disaggregate forecasts or combining disaggregate information to forecast an aggregate*, di D. F. Hendry e K. Hubrich, febbraio 2010.
- 1156 *Mortgage indebtedness and household financial distress*, di D. Georgarakos, A. Lojschová e M. Ward-Warmedinger, febbraio 2010.
- 1157 *Real time estimates of the euro area output gap: reliability and forecasting performance*, di M. Marcellino e A. Musso, febbraio 2010.

#### 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).

*Recent advances in modelling systemic risk using network analysis*, gennaio 2010 (disponibile solo online).

*Contribution of the Eurosystem to the public consultation of the European Commission on the future 'EU 2020' strategy*, gennaio 2010 (disponibile solo online).

*Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – December 2009*, gennaio 2010 (disponibile solo online).

*Structural indicators for the EU banking sector*, gennaio 2010 (disponibile solo online).

*Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties*, gennaio 2010 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Nuno Melo, Member of the European Parliament, concerning the increase in the capital of Banco Português de Negócios (BPN)*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*The 'Centralised Securities Database' in brief*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – January 2010*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*Commission communication on 'An EU framework for cross-border crisis management in the banking sector': Eurosystem's reply to the public consultation*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area – second half of 2009*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*MFI balance sheet and interest rate statistics and CEBS' guidelines on FINREP and COREP*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, related to the income of Mr Provopoulos, Governor of the Bank of Greece*, febbraio 2010 (disponibile solo online).

*ECB-Eurostat workshop on pensions*, febbraio 2010 (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.

*T2S – settling without borders*, gennaio 2010.



## GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, 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, 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.