



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

**BOLLETTINO MENSILE
APRILE**

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

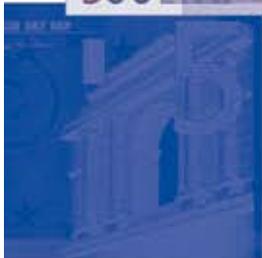
12 | 2010





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE APRILE 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 7 aprile 2010.*

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

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



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

5 Misure a sostegno del settore finanziario adottate dai governi dell'area dell'euro **77**

Gli andamenti monetari e finanziari

9 Prospettive per gli squilibri reali e finanziari e per un processo di correzione a livello mondiale **95**

Prezzi e costi

17
37 **STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO** **SI**

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro

45 **ALLEGATI**
58 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti

58 Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) **V**

Riquadri:

1 Prospettive per la ripresa del mercato del lavoro negli Stati Uniti

10 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2009 **VII**

2 Rassegna dei precedenti episodi di debole crescita monetaria

18 Glossario **XIII**

3 La reazione dei mercati monetari agli annunci riguardanti il graduale rientro delle misure non convenzionali

28

4 Andamento dei profitti e loro comportamento successivamente a periodi di recessione

40

5 Gli investimenti delle imprese, il grado di utilizzo della capacità produttiva e la domanda

47

6 L'attuale ripresa dell'area dell'euro nei vari settori economici in una prospettiva storica

50

7 La dimensione internazionale del processo di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche

63

ARTICOLI

Gli strumenti per la formulazione delle previsioni di inflazione a breve termine dell'area dell'euro

67

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	classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea
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 l'8 aprile, 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 marzo, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da incertezza, con un probabile andamento discontinuo a causa di alcuni fattori straordinari. 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. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, l'attività dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2009, dopo un periodo di brusca contrazione, mentre nel quarto trimestre il PIL in termini reali ha ristagnato in base alla seconda stima dell'Eurostat. L'economia ha beneficiato della ripresa in atto su scala mondiale, dei significativi interventi di stimolo macroeconomico e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema bancario. Gli indicatori disponibili, in particolare le ulteriori informazioni positive emerse dalle indagini congiunturali presso le imprese, suggeriscono che la ripresa economica è proseguita nell'area dell'euro nei primi mesi del 2010,

sebbene possa avere risentito di vari fattori straordinari, fra i quali le condizioni meteorologiche avverse. Di conseguenza, l'espansione del PIL dell'area è probabilmente rimasta discontinua al volgere dell'anno ed è dunque preferibile non soffermarsi sulla volatilità riscontrata su base trimestrale e confrontare i dati di crescita nell'arco di un semestre. Guardando al futuro, il Consiglio direttivo si attende che il tasso di incremento del PIL resti moderato nel 2010, tenuto conto del processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi settori e dell'aspettativa che il basso livello di utilizzo della capacità produttiva freni verosimilmente gli investimenti e che i consumi siano contenuti dalle deboli prospettive del mercato del lavoro.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che tali prospettive siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, l'economia mondiale e il commercio con l'estero potrebbero registrare una ripresa più marcata del previsto ed è possibile che il miglioramento del clima di fiducia superi le aspettative correnti. Inoltre, gli ampi stimoli macroeconomici in atto e gli altri interventi di politica economica potrebbero generare effetti maggiori di quanto anticipato. In termini di rischi al ribasso, persistono timori concernenti rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, 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, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli equilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat segnala che in marzo l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata pari all'1,5 per cento nell'area dell'euro, dopo lo 0,9 per cento di febbraio. Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per l'inflazione complessiva, questo risultato superiore alle attese potrebbe essere connesso in particolare alla componente energetica

e ai prezzi dei generi alimentari, in parte probabilmente a causa delle condizioni meteorologiche. Ci si aspetta che l'inflazione resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. In linea con una lenta ripresa della domanda interna ed esterna, le dinamiche dei prezzi, dei costi e dei salari dovrebbero mantenersi nel complesso contenute. 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.

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, a febbraio il tasso di variazione sui 12 mesi di M3 si è collocato al -0,4 per cento; anche quello dei prestiti al settore privato è rimasto contenuto, al -0,4 per cento, malgrado il flusso mensile positivo. Nel complesso, gli ultimi dati continuano a corroborare la valutazione di una moderata espansione di fondo della moneta e di spinte inflazionistiche modeste connesse agli andamenti monetari nel medio periodo. La crescita di M3 e dei prestiti resterà probabilmente debole anche nei prossimi mesi.

L'inclinazione persistentemente accentuata della curva dei rendimenti favorisce la riallocazione di fondi da M3 verso depositi e titoli a più lungo termine e implica che la crescita effettiva di M3 sia più contenuta rispetto all'espansione monetaria di fondo. Allo stesso tempo i modesti differenziali tra i tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3 comportano un basso costo opportunità di detenere le componenti più liquide di M1, che a febbraio ha continuato ad aumentare a un

ritmo sostenuto (10,9 per cento sui 12 mesi). Tuttavia, i flussi mensili delle componenti di M3 sono stati in generale esigui a febbraio, suggerendo che il forte impatto dell'attuale configurazione dei tassi di interesse si starebbe progressivamente esaurendo.

Il tasso di variazione negativo sui 12 mesi dei prestiti bancari al settore privato continua a celare andamenti contrastanti: 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. Nel contempo, a febbraio il flusso dei prestiti alle imprese è stato positivo per la prima volta da agosto 2009, arrestando il calo del tasso di espansione sui 12 mesi. Questi andamenti positivi di breve periodo vanno valutati con cautela, data la variabilità dei dati mensili. Inoltre, normalmente nel ciclo economico i prestiti alle società non finanziarie restano deboli per qualche tempo dopo la ripresa dell'attività economica.

Nei primi mesi del 2010 sembra essersi arrestato il ridimensionamento dei bilanci complessivi delle banche, che però dovranno dimostrarsi capaci di gestire eventuali ulteriori adeguamenti 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 maggiormente 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 dello scorso 4 marzo del Consiglio direttivo, ci si attende che l'evoluzione dei prezzi resti moderata nell'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria. Gli ultimi dati confermano altresì che nei primi mesi di quest'anno la ripresa economica è proseguita nell'area

dell'euro. Secondo il Consiglio direttivo, per il 2010 si prospetta un ritmo di crescita complessivamente moderato nell'area, in un contesto caratterizzato da incertezza, con un probabile andamento discontinuo a causa di alcuni fattori straordinari. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta 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. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda le finanze pubbliche, ora è essenziale che i governi riducano gli squilibri di bilancio e correggano i disavanzi eccessivi entro i termini concordati. Un gruppo di paesi dell'area dell'euro avvierà quest'anno il risanamento dei conti pubblici, mentre tutti gli altri dovranno predisporre misure correttive al più tardi entro il 2011. Occorre spingersi ben oltre il requisito minimo di aggiustamento strutturale annuo, fissato nel Patto di stabilità e crescita allo 0,5 per cento del PIL, e provvedere alla definizione dettagliata e all'attuazione di strategie credibili di riequilibrio dei conti. Ciò richiede un impegno risoluto, in particolare da parte dei paesi in cui l'incidenza del disavanzo e del debito sul PIL è elevata, anche in vista dei crescenti oneri di bilancio che si prospettano a seguito dell'invecchiamento demografico. La riforma della spesa va posta in primo piano. Il Consiglio direttivo accoglie con favore la dichiarazione sulla Grecia diffusa il 25 marzo dai capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro e sostiene appieno l'intento di rafforzare la sorveglianza sui rischi economici e di bilancio nonché i relativi strumenti di prevenzione, fra cui la procedura per i disavanzi eccessivi. Il Consiglio direttivo saluta inoltre con sod-

disfazione la decisione di elaborare un solido quadro di riferimento per la soluzione delle crisi. I progressi in questi ambiti dovrebbero essere finalizzati ad assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche e promuovere il regolare funzionamento dell'Unione economica e monetaria (UEM).

Per quanto concerne le riforme strutturali, gli accordi raggiunti in seno al Consiglio europeo del 25-26 maggio sulla strategia Europa 2020 dovrebbero contribuire a stimolare la creazione di posti di lavoro, la competitività e la crescita durevole. A tal fine le politiche dovrebbero ora incentrarsi sul rafforzamento della concorrenza, mentre le misure di sostegno settoriale adottate durante la crisi andrebbero progressivamente ritirate. Nel mercato del lavoro, una sufficiente flessibilità dei salari e il potenziamento degli incentivi all'occupazione sono necessari per prevenire una disoccupazione strutturale più elevata nei prossimi anni. Nella stessa prospettiva resta essenziale un'opportuna ristrutturazione del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono indispensabili per rafforzare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria.

Per quanto concerne il sistema delle garanzie dell'Eurosistema, il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere la soglia minima della qualità creditizia per le attività negoziabili e non negoziabili al livello investment grade (BBB-/Baa3) oltre la fine del 2010, salvo per le attività cartolarizzate (asset backed securities, ABS). Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di applicare una progressione a scalare degli scarti di garanzia alle attività con rating compreso fra BBB+ e BBB- (o equivalente), con decorrenza dal 1° gennaio 2011. Questo schema sostituirà quello basato su scarti di garanzia uniformi, pari al 5 per cento, attualmente utilizzato per tali attività. La tabella dettagliata degli scarti di garanzia terrà conto

di una serie di parametri, che sono precisati in un comunicato stampa pubblicato nel sito Internet della BCE.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo descrive alcuni strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine uti-

lizzati dalla BCE; il secondo fornisce una visione d'insieme delle misure adottate dai governi dei paesi dell'area dell'euro per arginare l'impatto della crisi sul settore finanziario; infine il terzo passa in rassegna le prospettive riguardanti gli squilibri internazionali reali e finanziari.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

I segnali di un ritorno alla crescita dell'attività economica mondiale continuano a rafforzarsi. Le spinte inflazionistiche globali sono rimaste piuttosto contenute come conseguenza del sostanziale margine di capacità inutilizzata. Benché persista dell'incertezza sulla sostenibilità della crescita futura, i rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

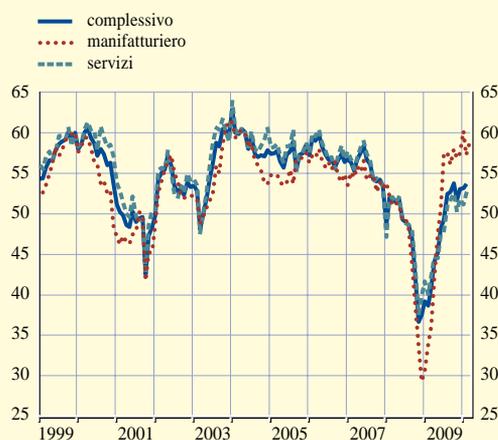
Gli indicatori recenti continuano a mostrare che l'economia mondiale è avviata su un sentiero di ripresa, sorretta dalle azioni di stimolo delle politiche monetarie e di bilancio, dal prolungato ciclo delle scorte e dal miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. Anche l'inter-scambio mondiale ha evidenziato segni di un più sostenuto recupero, nonostante la lieve contrazione di gennaio sul mese precedente.

Gli indicatori congiunturali segnalano un ulteriore miglioramento delle condizioni economiche internazionali. L'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito in marzo per l'ottavo mese consecutivo, come risultato di un'espansione dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. figura 1). Quest'ultimo ha mostrato rinnovato vigore e colmato parte del divario di crescita rispetto al settore manifatturiero, che ha comunque continuato a trainare la ripresa. Nel contempo, gli indicatori del mercato del lavoro hanno dato i primi segnali di stabilizzazione dell'occupazione.

Le spinte inflazionistiche globali sono rimaste piuttosto contenute come conseguenza del sostanziale margine di capacità inutilizzata. L'inflazione generale al consumo sui 12 mesi nelle economie dell'OCSE è scesa all'1,9 per cento in febbraio, dal 2,1 di gennaio (cfr. figura 2), un lieve calo che ha rispecchiato soprattutto la concomitante decelerazione dei prezzi dell'energia. Nello stesso mese il tasso d'inflazione sui 12 mesi calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto sostanzialmente invariato, all'1,5 per cento, un livello prossimo ai minimi degli ultimi 10 anni. Benché il *Global PMI Input Prices Index* segnali un ulteriore aumento dei costi medi, le spinte inflazionistiche restano nell'insieme piuttosto limitate, in linea con la lenta ripresa della domanda.

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

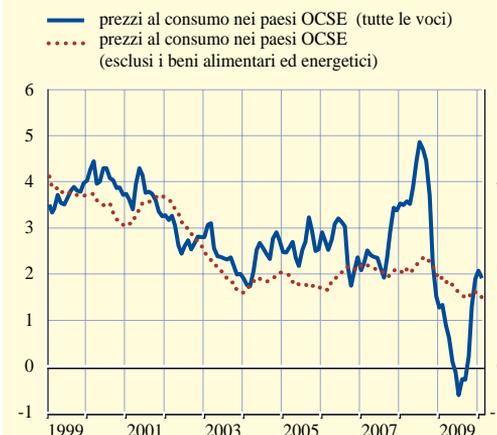
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali, dopo essere diventata positiva nel terzo trimestre dello scorso anno, si è intensificata nel quarto, quando ha raggiunto il 5,6 per cento in ragione d'anno, secondo la stima finale del Bureau of Economic Analysis. L'accelerazione del PIL ha riflesso principalmente il contributo positivo degli investimenti in scorte, poiché le imprese hanno ridotto il ritmo di decumulo di queste ultime. Inoltre, sia la spesa per consumi sia gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato ad aumentare. Il tasso di incremento è stato tuttavia inferiore rispetto al trimestre precedente, in quanto la spesa delle famiglie è stata ancora frenata dalle deboli condizioni nel mercato del lavoro (cfr. riquadro 1) e dagli sforzi intesi ad accrescere il risparmio. Gli investimenti fissi in settori diversi dall'edilizia residenziale hanno fornito un contributo positivo alla crescita per la prima volta in un anno. Allo stesso tempo il ritmo di espansione del PIL è stato rallentato dall'indebolimento degli investimenti pubblici e dei consumi collettivi, poiché le amministrazioni statali e locali hanno ridimensionato la spesa. In prospettiva, nella seconda metà dell'anno il sostegno alla crescita del PIL proveniente dal ciclo delle scorte e dall'azione di stimolo del governo federale dovrebbe venire meno.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,1 per cento in febbraio (dal 2,6 di gennaio).

Tale andamento riflette le minori pressioni inflazionistiche su gran parte dei prodotti inclusi nel calcolo dell'inflazione di fondo, e in particolare sui costi degli alloggi, in presenza di un sostanziale margine di capacità inutilizzata. Nello stesso mese il tasso sui 12 mesi calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è stato pari all'1,3 per cento, in calo rispetto all'1,6 di gennaio.

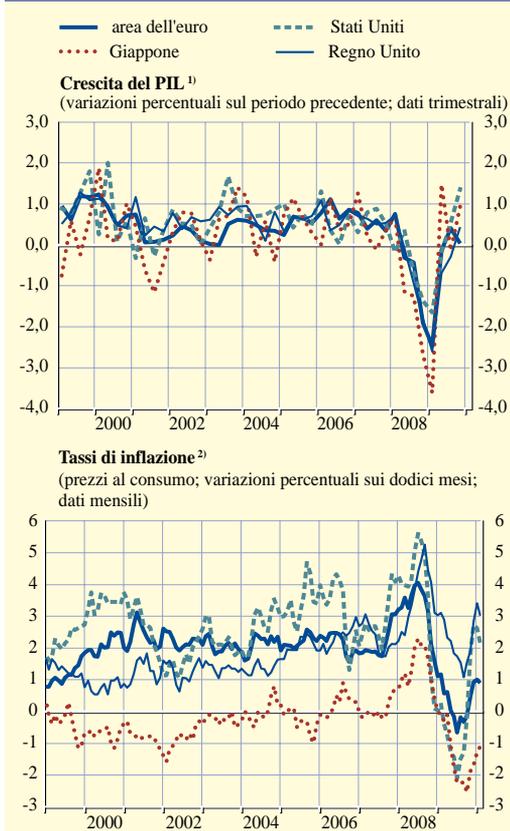
Il 16 marzo il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento.

Riquadro 1

PROSPETTIVE PER LA RIPRESA DEL MERCATO DEL LAVORO NEGLI STATI UNITI

La recessione che ha avuto inizio nel dicembre 2007 è stata associata a una correzione eccezionalmente brusca nel mercato del lavoro statunitense. Fino a febbraio 2010, il settore non agricolo aveva subito una riduzione del numero di occupati pari a 8,4 milioni di unità. Nonostante le sta-

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.

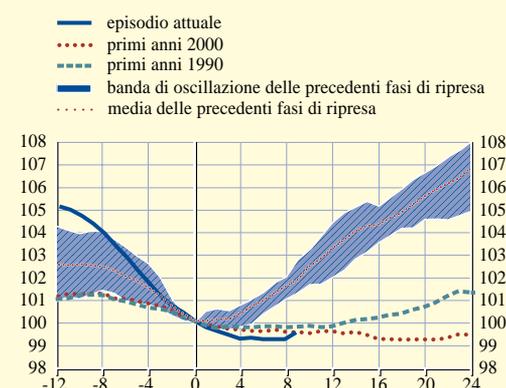
tistiche sull'occupazione statunitense mostrino un lieve miglioramento in marzo, sussiste il timore che l'attuale fase di recupero dell'attività economica si configuri nuovamente come una ripresa "senza occupazione". Negli Stati Uniti la ripresa è definita "senza occupazione" quando l'occupazione continua a ridursi per almeno un anno dall'inizio della ripresa, come avvenuto negli episodi dei primi anni '90 e degli inizi del decennio scorso¹⁾. Di fatto, gli andamenti recenti dell'occupazione statunitense sono stati addirittura più deboli che nei precedenti casi di ripresa senza occupazione (cfr. figura A). Questo riquadro analizza i principali fattori che potrebbero rallentare il recupero del mercato del lavoro statunitense nel breve periodo.

Attività economica e mercato del lavoro

Il vigore della ripresa nel mercato del lavoro dipende in larga misura dall'intensità del recupero del PIL. In media, i fenomeni di ripresa senza occupazione osservati nei primi anni '90 e agli inizi del decennio scorso sono stati associati a fasi di recupero più lento (e di rallentamento meno pronunciato) rispetto agli altri episodi che hanno interessato gli Stati Uniti nel periodo postbellico (cfr. la tavola). L'attuale ripresa del PIL – che fa seguito alla recessione più grave dalla fine della seconda guerra mondiale – rischia di rivelarsi relativamente modesta data la concomitanza di: condizioni di credito tese; un'elevata incertezza circa le prospettive economiche; un ampio margine di capacità inutilizzata, con la conseguente azione di freno sugli investimenti; l'esigenza, per le famiglie, di accrescere il risparmio. Un lento recupero del prodotto sarebbe in linea con l'evidenza storica di altri paesi colpiti da crisi finanziarie e potrebbe indebolire le prospettive per l'occupazione negli Stati Uniti.

Figura A Occupazione nel settore non agricolo durante le fasi di ripresa negli Stati Uniti

(asse y: indici, fine della recessione = 100; asse x: mesi dal punto di minimo)



Fonti: Bureau of Labor Statistics, NBER ed esperti della BCE.
Nota: Sull'asse x, t=0 si riferisce al punto di minimo. Sia la media sia la banda di oscillazione minimo-massimo sono basate su tutte le fasi di ripresa negli Stati Uniti dal 1954, eccezion fatta per le riprese delle persone senza lavoro dei primi anni 1990 e dei primi anni 2000 nonché per la prima parte della ripresa del 1980. La ripresa più recente si stima sia iniziata nel giugno 2009. L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2010.

Andamenti del PIL e del mercato del lavoro durante le fasi di ripresa negli Stati Uniti

(valori percentuali salvo diversa indicazione)

	Calo del PIL durante le recessioni	Crescita del PIL nel primo anno di ripresa	Crescita dell'occupazione durante i trimestri 3-6 della ripresa	Trimestri intercorsi fino al primo calo sostenuto della disoccupazione ¹⁾
Ripresa media dei "senza occupazione" (primi anni 1990 e primi anni 2000)	-0,3	2,3	0,3	8
Media delle precedenti fasi di ripresa ²⁾	-2,0	7,2	3,7	2
Attuale fase di ripresa ³⁾	-3,7	3,5		

Fonti: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics ed esperti della BCE.

1) Il trimestre con il primo calo sostenuto della disoccupazione è quello in cui, dopo il punto di minimo raggiunto dal PIL, si è registrata una diminuzione della disoccupazione a cui non ha fatto seguito una ripresa nei trimestri successivi.

2) Questa media include tutte le fasi di ripresa negli Stati Uniti dal 1954, eccezion fatta per le riprese dei "senza occupazione" dei primi anni 1990 e dei primi anni 2000 nonché per la prima parte della ripresa del 1980.

3) La recente recessione si stima che sia terminata nel secondo trimestre del 2009, il tasso di crescita del PIL nel primo anno della ripresa è basato su Consensus Forecast.

1) Cfr., ad esempio, Schreft, S., A. Singh e A. Hodgson, "Jobless recoveries and the wait-and-see hypothesis", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, quarto trimestre 2005.

Cambiamenti strutturali e persistenza della disoccupazione

Di norma, gli episodi di recessione innescano cambiamenti strutturali nell'economia oppure accelerano i processi di trasformazione già in corso. L'ampia portata della relativa riallocazione intersettoriale di lavoro e capitale può indebolire e ritardare la ripresa dell'occupazione, poiché la riqualificazione e il ricollocamento dei lavoratori in altri settori non è immediata. Alcuni lavoratori potrebbero uscire completamente dalle forze di lavoro. La recessione più recente ha colpito particolarmente alcuni settori dell'economia statunitense, nello specifico quello automobilistico e delle costruzioni, il cui ridimensionamento potrebbe rivelarsi permanente²⁾.

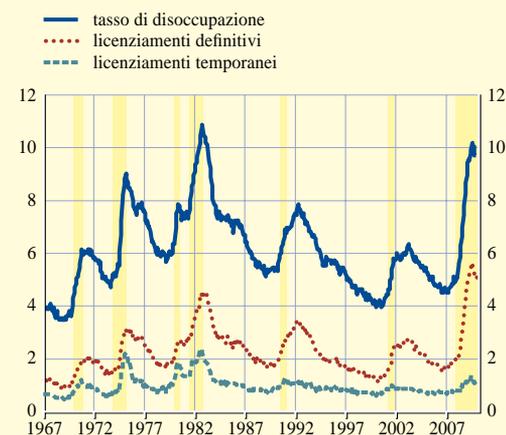
I cambiamenti strutturali che richiedono un ricollocamento intersettoriale dei lavoratori possono rendere la disoccupazione più persistente. Questo implicherebbe che il tasso di disoccupazione potrebbe restare elevato per un periodo di tempo protratto. Diversi indicatori suggeriscono di fatto una maggiore persistenza della disoccupazione³⁾. Il primo è costituito dai licenziamenti permanenti (contrapposti a quelli temporanei): il loro aumento in questa recessione è stato sensibile e molto superiore a quello osservato nei precedenti episodi degli anni '70 e '80, ai quali è seguita una robusta crescita dei posti di lavoro durante la fase di ripresa (cfr. figura B). Il secondo è rappresentato dalla durata media della disoccupazione, che a marzo è salita a 31,2 settimane, un massimo storico dall'inizio della sua rilevazione nel 1948. Una durata elevata della disoccupazione potrebbe comportare la perdita di competenze e, di conseguenza, effetti di isteresi. Va tuttavia sottolineato che storicamente questi ultimi non hanno svolto un ruolo molto importante nella disoccupazione negli Stati Uniti, in particolare rispetto ai paesi europei⁴⁾.

Il ruolo dell'approccio "just-in-time" all'occupazione

I precedenti episodi di ripresa senza occupazione sono stati altresì contraddistinti da un elevato ricorso al lavoro a tempo determinato e parziale, oltre che agli straordinari, come strategia dei datori di lavoro per accrescere la flessibilità dell'organico sia durante che dopo la recessione. Questo

Figura B Tasso di disoccupazione degli Stati Uniti e licenziamenti

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: Bureau of Labor Statistics e NBER.

Nota: I "licenziamenti temporanei" si riferiscono a individui che hanno perso la loro occupazione ma per i quali sia stata fornita una data di rientro al lavoro oppure esista un'aspettativa di tornare a lavorare entro sei mesi. I "licenziamenti definitivi" si riferiscono a individui la cui occupazione sia terminata non per loro volontà e che hanno iniziato a cercare lavoro. La differenza fra licenziamenti temporanei/definitivi e la disoccupazione viene spiegata da coloro che hanno lasciato volontariamente l'occupazione, da coloro che sono rientrati nella forza lavoro o da coloro che vi entrano per la prima volta. Le aree ombreggiate si riferiscono alle fasi di recessione.

2) Per un'analisi dei fattori strutturali che hanno contribuito alla ripresa senza occupazione degli inizi del decennio scorso, cfr. Groshen, E., e S. Potter, "Has structural change contributed to a jobless recovery?", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 9 (8), Federal Reserve Bank of New York, 2003.

3) Altri fattori potrebbero tuttavia spiegare la maggiore persistenza della disoccupazione: la lunghezza della recessione, le misure di politica economica che hanno esteso la durata dei sussidi di disoccupazione durante la crisi e la possibile riduzione della mobilità del lavoro all'interno degli Stati Uniti (derivante dal fatto che, per la recessione nel settore delle abitazioni, molti proprietari hanno visto scendere il valore del proprio immobile al di sotto del debito acceso per acquistarlo).

4) Cfr. Roberts, J., e Morin, N., "Is hysteresis important for US unemployment?", *The Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, n. 1999-56, 1999.

approccio “*just-in-time*” all’occupazione riduce la necessità di assumere lavoratori in previsione di una crescita futura della domanda, poiché le imprese possono aspettare che la domanda si concretizzi per poi adeguare rapidamente il numero di ore lavorate.

L’approccio “*just-in-time*” sembra avere svolto un ruolo anche in questo episodio. In primo luogo, nelle fasi iniziali della ripresa è aumentata notevolmente l’occupazione a tempo parziale per motivi economici (vale a dire il numero di individui che lavorano a tempo parziale a causa dell’indisponibilità di posti di lavoro a tempo pieno). In secondo luogo, durante la recessione le ore di straordinario sono diminuite drasticamente e solo da poco tempo hanno ripreso ad aumentare. Entrambi gli andamenti rivelano un ricorso crescente alla variazione del numero di ore lavorate, piuttosto che dell’occupazione, almeno nelle fasi iniziali di recupero dell’economia. Benché tali prassi non implicino una ripresa dell’occupazione complessivamente più debole del solito, esse tendono a ritardare il recupero delle posizioni a tempo pieno.

Conclusioni

In definitiva, la ripresa nel mercato del lavoro statunitense potrebbe assomigliare a quelle dei primi anni '90 o degli inizi del decennio scorso, nel senso che potrebbe rivelarsi più tardiva e modesta rispetto agli altri episodi osservati negli Stati Uniti nel periodo postbellico. Importanti caratteristiche dei precedenti casi di ripresa senza occupazione – vale a dire il debole recupero dell’attività, i cambiamenti strutturali e l’approccio “*just-in-time*” all’occupazione – sembrano presenti anche nell’episodio attuale.

GIAPPONE

In Giappone la ripresa è proseguita nel quarto trimestre del 2009, trainata sia dalla domanda estera sia dal recupero di quella interna. La seconda stima preliminare del Cabinet Office ha valutato la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente pari allo 0,9 per cento nel quarto trimestre, e inferiore allo zero, dopo una revisione al ribasso, nel terzo. In prospettiva, la ripresa potrebbe essere riconducibile principalmente all’ampia azione di stimolo fiscale e alla dinamica più rapida delle esportazioni, che hanno a loro volta beneficiato del forte recupero in diverse economie asiatiche.

A febbraio i prezzi al consumo hanno continuato a ridursi, sebbene a un ritmo inferiore. Sui 12 mesi l’inflazione generale al consumo è salita a -1,1 per cento da -1,3 in gennaio, mentre quella calcolata al netto degli alimentari freschi si è collocata a -1,2 per cento. Il tasso ottenuto escludendo i prodotti energetici e alimentari è stato pari a -1,1 per cento.

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

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è diventata positiva nel quarto trimestre del 2009: la stima rivista la pone pari allo 0,4 per cento, contro -0,3 nel terzo trimestre. Tale andamento è stato trainato soprattutto dalla spesa delle famiglie (salita dello 0,4 per cento sul trimestre precedente) e dai consumi finali collettivi (aumentati dell’1 per cento), mentre gli investimenti delle imprese hanno registrato un’ulteriore flessione. Gli indicatori congiunturali segnalano nell’insieme che il graduale miglioramento delle condizioni economiche è proseguito agli inizi del 2010. Il flusso di prestiti netti totali erogati a persone fisiche è aumentato in gennaio, anche se i livelli di partenza erano bassi. Circa i prezzi delle abitazioni, il tasso di variazione sul mese precedente è divenuto negativo in

febbraio dopo diversi mesi di recupero costante. In prospettiva, gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina, le azioni di stimolo monetario e fiscale, e il miglioramento delle condizioni economiche mondiali potrebbero favorire una prosecuzione della graduale ripresa dell'economia britannica, la cui entità resta tuttavia notevolmente incerta.

L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta elevata, al 3 per cento in febbraio. Negli ultimi mesi 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.

ALTRI PAESI EUROPEI

La situazione economica ha continuato nell'insieme a migliorare anche negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Tuttavia, in diversi paesi, la crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente è stata piuttosto variabile. Il ritmo disomogeneo della ripresa riflette l'impatto del ciclo delle scorte, dell'azione di risanamento dei conti pubblici in atto in alcune economie e di altri fattori temporanei.

In Svezia il PIL in termini reali è diminuito dello 0,6 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2009, evidenziando un pronunciato deterioramento rispetto al calo dello 0,1 per cento osservato nel terzo. In Danimarca è invece aumentato dello 0,2 per cento, contro lo 0,4 del terzo. Gli indicatori congiunturali segnalano un miglioramento della situazione economica di entrambi i paesi agli inizi del 2010. In febbraio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC si è lievemente ridotta in Danimarca (all'1,8 per cento, dall'1,9 di gennaio), mentre è aumentata leggermente in Svezia (al 2,8 per cento, dal 2,7 di gennaio). Il 26 marzo la Danmarks Nationalbank ha abbassato il tasso di interesse di riferimento di 10 punti base, all'1,55 per cento.

Nei principali Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale, le stime rapide del tasso di crescita del PIL segnalano andamenti economici piuttosto disomogenei nel quarto trimestre del 2009. In Ungheria il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato negativo, (-0,4 per cento) ma la riduzione è stata più contenuta rispetto al terzo trimestre (-1,2); in Romania il PIL in termini reali sul periodo precedente si è contratto (-1,5 per cento, contro un'espansione dello 0,1 nel terzo), mentre in Polonia e nella Repubblica Ceca ha accelerato rispettivamente all'1,2 e 0,7 per cento. Gli indicatori del clima di fiducia e le statistiche sulla produzione industriale e l'interscambio segnalano nell'insieme un miglioramento dell'attività in tutti questi paesi agli inizi del 2010. Allo stesso tempo esistono notevoli incertezze circa l'evoluzione del quadro economico nei trimestri a venire e permangono rischi significativi, come mostra l'aumento dei tassi di disoccupazione.

Negli ultimi mesi l'inflazione ha evidenziato andamenti piuttosto eterogenei nei principali Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale. L'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC si è mantenuta su livelli piuttosto bassi nella Repubblica Ceca, attestandosi allo 0,4 per cento in febbraio. In Polonia, Romania e Ungheria è invece rimasta più elevata e rispettivamente pari a 3,4, 4,5 e 5,6 per cento nello stesso mese. Il 29 marzo la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale di 25 punti base, portandolo su un minimo storico del 5,5 per cento, mentre la Banca Națională a României ha ridotto il proprio di 50 punti base, al 6,5 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

In gran parte delle economie emergenti dell'Asia, il PIL in termini reali si è già riportato in corrispondenza o al di sopra dei livelli osservati all'inizio della recente contrazione. L'elevata crescita è stata accompagnata nel periodo recente da una ripresa delle spinte inflazionistiche, soprattutto in India e Cina, riconducibili principalmente all'aumento dei prezzi dei beni alimentari e a effetti

base. Benché le politiche fiscali e monetarie nella regione abbiano nell'insieme continuato a favorire l'espansione dell'economia, la banca centrale della Repubblica popolare cinese e la Reserve Bank of India (RBI) hanno continuato ad assorbire liquidità. Inoltre, per la prima volta dal luglio 2008, in marzo la RBI ha aumentato (di 25 punti base) il tasso di interesse di riferimento.

In Cina sono emersi incerti segnali di surriscaldamento nel periodo recente. In gennaio e febbraio la crescita della produzione industriale è salita al 20,7 per cento sul periodo corrispondente, contro il 17,9 per cento dell'ultimo trimestre del 2009. Nei primi due mesi del 2010 il ritmo di espansione degli investimenti fissi nominali nelle zone urbane è rimasto vigoroso, al 26,7 per cento. Gli investimenti totali sono sempre più indipendenti da fattori esterni e trainati dal settore privato. Nel primo bimestre del 2010 la crescita degli investimenti in infrastrutture pubbliche è stata pari al 31 per cento sul periodo corrispondente, in significativo calo rispetto al 57 per cento osservato nell'ultimo trimestre del 2009. Ciò mostra che le autorità locali hanno iniziato a ritirare gradualmente le misure di stimolo fiscale introdotte in precedenza. L'espansione dell'aggregato monetario ampio e il livello di nuovi prestiti in valuta locale sono rimasti superiori agli obiettivi ufficiali (posti rispettivamente pari al 17 per cento e 7.500 miliardi di yuan), nonostante una lieve moderazione nel periodo recente. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è salita al 2,7 per cento in febbraio, dall'1,5 di gennaio, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari dovuto alle avverse condizioni meteorologiche. I prezzi degli immobili e degli alloggi hanno continuato a crescere, soprattutto nelle aree urbane, un andamento contrastato attraverso l'adozione di provvedimenti di natura amministrativa.

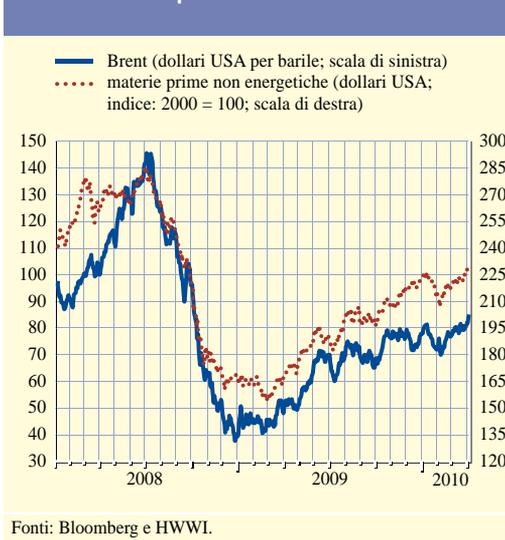
AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a rafforzarsi, grazie al maggior vigore della domanda estera e interna. Spinte inflazionistiche hanno iniziato ad accumularsi lentamente nel periodo recente in gran parte dei paesi. In Brasile, nel quarto trimestre il PIL in termini reali è cresciuto del 4,3 per cento sul periodo corrispondente (dopo una contrazione dell'1,4 per cento nel terzo) grazie soprattutto alla rapida ripresa degli investimenti e ai solidi consumi privati. L'inflazione complessiva sui 12 mesi è salita al 4,8 per cento in febbraio, dal 4,5 di gennaio. Anche in Argentina l'economia si è rafforzata nel quarto trimestre e il PIL in termini reali ha registrato un aumento dell'1,9 per cento sul periodo corrispondente. Le spinte inflazionistiche sono rimaste forti: in febbraio l'inflazione sui 12 mesi è stata pari al 9,1 per cento, superiore di circa 2 punti percentuali rispetto a tre mesi prima. In Messico la produzione industriale ha continuato a riprendersi gradualmente e in gennaio è stata maggiore di quasi il 5 per cento rispetto a un anno prima. L'inflazione sui 12 mesi è salita al 4,8 per cento in febbraio, dal 4,5 del mese precedente.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono rimasti pressoché invariati a marzo, mentre sono aumentati agli inizi del mese successivo. Il 7 aprile il greggio di qualità Brent è stato quotato a 86 dollari per barile, un livello superiore di circa il 9 per cento rispetto agli inizi dell'anno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono una crescita dei prezzi nel

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2012 che si collocano attorno ai 90,5 dollari per barile.

Per quanto concerne i fondamentali economici, l'Agencia internazionale per l'energia (AIE) ha rivisto al rialzo le proiezioni per la domanda di petrolio alla luce degli andamenti migliori del previsto nelle economie non appartenenti all'OCSE. L'AIE prevede nell'insieme una crescita notevole della domanda di greggio nel 2010 (di 1,6 milioni di barili al giorno rispetto allo scorso anno), grazie soprattutto al vigoroso contributo della Cina. Anche le prospettive per la domanda nei paesi dell'OCSE, e più in particolare in Giappone e negli Stati Uniti, sono lievemente migliorate. Tuttavia, le spinte al rialzo sui prezzi provenienti da pressioni dal lato della domanda sono state in parte controbilanciate da un aumento dell'offerta. L'OPEC, che pur ha deciso di non aumentare la propria quota di produzione, ha continuato a estrarre greggio a livelli ben superiori al livello obiettivo. Inoltre, le forniture provenienti da fonti esterne all'organizzazione sono aumentate negli ultimi mesi grazie alla maggiore produzione nel Golfo del Messico e in Canada. L'AIE ha rivisto al rialzo anche le proiezioni per l'offerta di petrolio dei paesi non OPEC, prevedendone ora un aumento di 0,33 milioni di barili al giorno nel 2010.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono nell'insieme aumentati lievemente a marzo e agli inizi di aprile. I corsi dei metalli sono saliti, soprattutto a causa dei rincari del nickel e del rame. Le quotazioni dei beni alimentari sono invece diminuite, sulla scia di una forte correzione al ribasso dei corsi dello zucchero e di una moderazione di quelli del frumento. Agli inizi di aprile l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era sostanzialmente invariato rispetto agli inizi dell'anno.

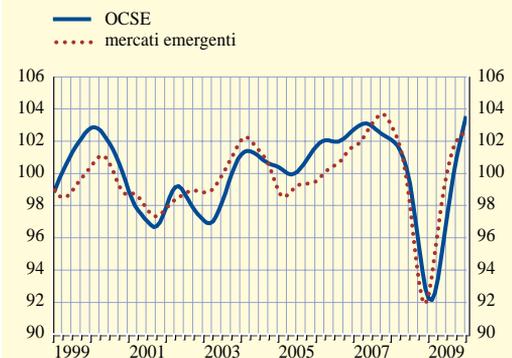
1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Gli indicatori anticipatori segnalano un'ulteriore crescita dell'attività economica a livello globale nel breve periodo. L'indicatore anticipatore composito (CLI) per le economie dell'OCSE è aumentato anche in gennaio, mostrando un'espansione economica nell'area dell'OCSE pur in presenza di una lieve moderazione nel periodo recente (cfr. figura 5). Per quanto concerne le principali economie emergenti, il CLI segnala un'ulteriore espansione in Cina e Russia e una lieve perdita di slancio della ripresa in Brasile e India.

Benché le prospettive per l'economia mondiale rimangano incerte, i rischi per l'attività rimangono sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, il clima di fiducia potrebbe migliorare più del previsto e 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 rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, 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 una correzione disordinata degli squilibri mondiali.

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.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I tassi di crescita sui 12 mesi di M3 e dei prestiti delle IFM al settore privato sono diminuiti in parallelo per un prolungato periodo di tempo. La loro protratta debolezza corrobora 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 attualmente contenute. Tuttavia, a causa dell'impatto frenante dovuto alla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, la crescita complessiva di M3 continua a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo. L'aumento del tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti delle IFM al settore privato osservato a febbraio ha rispecchiato, a livello settoriale, accelerazioni dei prestiti sia alle famiglie sia alle società non finanziarie. Allo stesso tempo, mentre il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie è stato positivo, quello dei prestiti alle società non finanziarie ha continuato a essere negativo. I dati di febbraio indicano che è cessata la dismissione di attività da parte del settore bancario.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

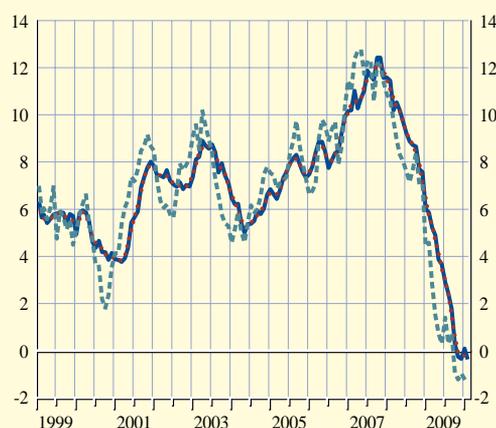
Il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 è tornato negativo in febbraio, collocandosi al -0,4 per cento (da 0,1 per cento di gennaio; cfr. figura 6). La flessione ha rispecchiato un effetto base, mentre il tasso di incremento sul mese precedente è stato nullo dopo aver mostrato una certa volatilità nei mesi precedenti (collocandosi a -0,2 per cento in gennaio 2010 e 0,3 per cento in dicembre 2009). Guardando al di là di questi andamenti di breve periodo, la dinamica monetaria ha continuato a rispecchiare il forte impatto frenante associato alla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, che favorisce le riallocazioni da M3 verso attività a più lungo termine. Allo stesso tempo, sono continuate le sostituzioni all'interno di M3 a favore di M1, per effetto del perdurare di un modesto differenziale tra il tasso di interesse sui depositi con durata prestabilita fino a 2 anni e quello sui depositi *overnight*. Di conseguenza, il tasso di espansione sui 12 mesi di M1 è rimasto elevato, mentre quello dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* (M2-M1) e quello degli strumenti negoziabili (M3-M2) sono tornati su livelli sostanzialmente analoghi a quelli osservati in dicembre. (Per un raffronto dell'attuale episodio di debole espansione monetaria con quelli precedenti, si rimanda al riquadro 2 *Rassegna dei precedenti episodi di debole crescita monetaria*).

Il mese di febbraio ha visto il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato rimanere in territorio negativo per il sesto mese consecutivo. Se corretto per l'impatto della cancellazione dei prestiti dai bilanci bancari (*derecognition*) nel contesto della cartolarizzazione, il tasso di variazione è risultato leggermente meno negativo in febbraio. Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie si è confermato positivo ed è ulteriormente aumentato, suffragando la tesi che vi sia stato un punto di svolta nei prestiti alle famiglie. In febbraio il tasso di variazione dei prestiti alle società non

Figura 6 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

finanziarie, pur rimanendo ampiamente in territorio negativo, è aumentato per la prima volta dalla primavera del 2008. Il profilo degli andamenti divergenti dei prestiti per settore rimane coerente con le regolarità storiche rispetto al ciclo economico.

Per quanto concerne gli enti creditizi dell'area dell'euro, i dati di febbraio indicano che la dismissione di attività da parte del settore bancario si è arrestata.

Riquadro 2

RASSEGNA DEI PRECEDENTI EPISODI DI DEBOLE CRESCITA MONETARIA

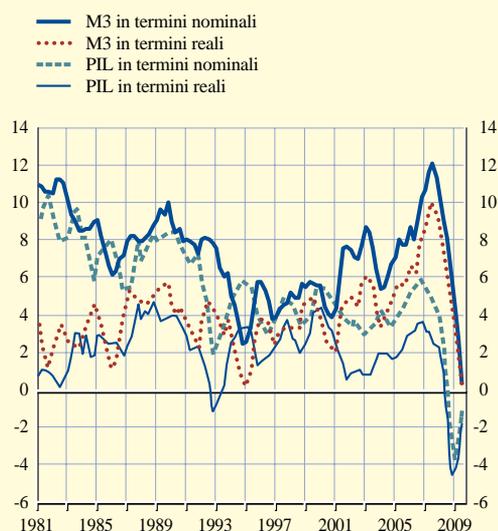
Il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 nell'area dell'euro è stato negativo in tre degli ultimi quattro mesi per i quali sono disponibili dati, collocandosi al -0,4 per cento in febbraio. Si tratta del primo episodio di crescita negativa dell'aggregato monetario ampio a livello dell'area dell'euro dagli inizi degli anni '80¹⁾. Vi sono tre fattori principali che spiegano l'attuale debolezza in termini storici della crescita di M3: in primo luogo, la profonda recessione e il fatto che il livello di attività economica rimanga tuttora modesto, che comportano una domanda contenuta di moneta a fini transattivi; in secondo luogo, l'inclinazione particolarmente accentuata della curva dei rendimenti, che comporta forti incentivi a riallocare fondi dalle attività monetarie a quelle a più lungo termine; infine, il marcato accumulo di attività monetarie per un periodo prolungato di tempo nel corso degli anni precedenti a questo episodio, che determina una possibile correzione dell'eccesso di liquidità. Il presente riquadro confronta il presente episodio di debole crescita monetaria con quelli osservati in passato a livello dell'area dell'euro e nazionale.

Episodi a livello dell'area dell'euro

Per l'insieme dell'area dell'euro, l'unico altro episodio nel quale la crescita sui 12 mesi di M3 si è avvicinata a zero, e allora solo in termini reali, è stato a metà degli anni '90 (cfr. figura A). Nel confronto con l'episodio attuale vi sono state sia analogie che differenze. Tale episodio è stato simile per il fatto che la debole crescita monetaria ha fatto seguito a una marcata riduzione del tasso di espansione sui 12 mesi del PIL in termini reali, che divenendo negativo ha dato luogo a una recessione (sebbene il calo di circa 5 punti percentuali nel passaggio dal picco al minimo del ciclo economico in tale occasione sia stato meno pronunciato della contrazione pari a circa 8 punti percentuali registrata nell'episodio attuale). La debole di-

Figura A Crescita di M3 e del PIL nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Eurostat e OCSE.

Note: i tassi di crescita di M3 sono stati calcolati sulla base delle consistenze nozionali. La serie di M3 in termini reali è stata calcolata deflazionando la serie di M3 in termini nominali con il deflatore del PIL.

1) Sebbene siano disponibili dati su M3 a livello dell'area dell'euro per l'intero arco temporale in esame, solo quelli a decorrere dal 1999 si basano su statistiche armonizzate. Quelli relativi al periodo precedente sono dati sintetici per l'area dell'euro.

namica monetaria ha altresì coinciso con una significativa accentuazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti, in misura lievemente superiore a quella osservata nel 2009 (il differenziale tra i tassi a lungo e breve termine è aumentato di circa 4,5 punti percentuali, a fronte di un'espansione di 3,5 punti percentuali circa nell'episodio attuale; cfr. figura B). Inoltre, anche il primo episodio di debole crescita monetaria è stato preceduto da una prolungata fase in cui la moneta, in termini di deviazione della velocità di circolazione dai passati andamenti tendenziali, è cresciuta in eccesso rispetto all'attività economica²⁾. Tuttavia, l'eccesso di crescita monetaria non è stato così marcato o prolungato come nel periodo che ha preceduto l'attuale episodio.

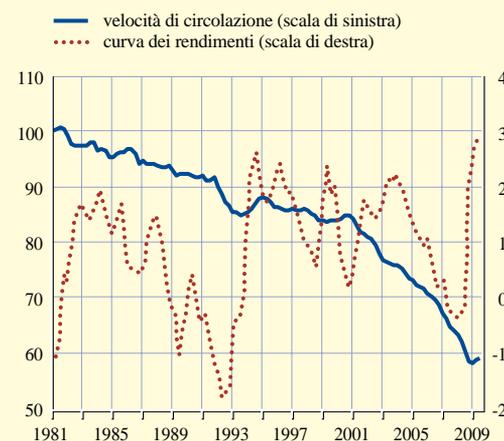
Sussistono però anche differenze tra questi due episodi. Innanzitutto, mentre a metà degli anni '90 i problemi nel settore finanziario si limitavano a singole banche in un numero esiguo di paesi, nell'episodio attuale tali problematiche sono state molto più dilaganti, soprattutto in seguito all'intensificazione delle turbolenze finanziarie. Una seconda differenza riguarda la tempistica rispetto al ciclo economico: nel primo periodo l'andamento della crescita di M3 ha reagito con circa due anni di ritardo al calo dell'espansione del PIL, mentre in questa occasione le due serie sono diminuite pressoché contemporaneamente.

Episodi a livello nazionale

A differenza degli andamenti a livello dell'area dell'euro, vi sono stati vari episodi di crescita nominale negativa sui 12 mesi di M3 a livello di paese negli ultimi vent'anni (cfr. tavola³⁾). Oltre all'episodio attuale, in cui la crescita negativa di M3 è stata registrata in sette dei dodici paesi in esame, questi eventi possono essere raggruppati in tre periodi: a) il periodo che va dalla crisi degli Accordi europei di cambio (AEC) fino alla prima metà degli anni '90; b) la seconda metà degli anni '90, che ha coinciso con il periodo di convergenza precedente alla Terza fase dell'UEM; c) qualche caso sporadico agli inizi degli anni 2000. Nel primo periodo quattro dei cinque paesi che riportavano un incremento negativo di M3 avevano registrato in precedenza

Figura B La velocità di circolazione della moneta e l'inclinazione della curva dei rendimenti nell'area dell'euro

(indice: 2° trimestre 1981 = 100; punti percentuali)



Fonti: BCE, elaborazioni della BCE, Eurostat e OCSE.

Note: la velocità di circolazione è calcolata come differenza fra i logaritmi del PIL nominale e delle consistenze nozionali di moneta in termini nominali. L'inclinazione della curva dei rendimenti è calcolata come differenza fra i rendimenti nominali sui titoli di stato a lungo termine e i tassi di mercato a breve termine.

- 2) È chiaro che le variazioni della velocità di circolazione possono indicare solo approssimativamente l'evoluzione della moneta in eccesso, poiché tali variazioni possono riflettere anche altri fattori come l'innovazione finanziaria e i cambiamenti delle preferenze relative alle disponibilità monetarie detenute.
- 3) Per carenza di dati storici, si considerano solo dodici paesi dell'area dell'euro. La valutazione si basa su M3 in termini nominali (anziché reali) perché lo scopo è di confrontare l'episodio attuale di crescita nominale negativa della moneta con episodi storici equivalenti e i dati interessano un periodo temporale (quello della convergenza e della Terza fase dell'UEM) con una limitata distorsione imputabile all'inflazione. Gli andamenti di M3 nazionali dipendono in misura maggiore dalle variazioni delle attività nette sull'estero rispetto a quelli del complesso dell'area dell'euro, dati i significativi flussi di capitali tra i singoli paesi dell'area dell'euro. Di conseguenza, tali andamenti nazionali sono, per la maggior parte dei paesi, molto più volatili e suscettibili di produrre tassi di incremento negativi.

Crescita negativa di M3 in termini nominali sul periodo corrispondente in alcuni paesi dell'area dell'euro dal 1990: andamenti di alcuni indicatori

(tempistica relativa all'episodio di crescita negativa di M3)

	Crescita negativa di M3 sul periodo corrispondente	Crescita negativa del PIL in termini reali sul periodo corrispondente	Eccesso di crescita monetaria	Aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti in punti percentuali
BE	3° trim. 94- 3° trim 95	prima	prima	prima (4,1)
DE	1° trim. 95-2° trim. 95; 4° trim. 00 4° trim. 09	prima; dopo prima e durante	prima; prima prima	prima (4,1); no prima e durante (3,3)
IE	No			
GR	No			
ES	No			
FR	3° trim. 93-3° trim. 94; 4° trim. 96 4° trim. 09	prima; no prima e durante	prima; prima prima	prima e durante (6,2); prima (2,6) prima e durante (3,4)
IT	4° trim. 97; 2° trim. 99	prima; prima	prima; no	no; prima (1,9)
LU	1° trim. 99-4° trim. 99; 1° trim. 09-4° trim. 09;	no; prima e durante	no; prima	durante (1,6); prima e durante (3,3)
NL	1° trim. 95-2° trim. 95; 4° trim. 09	no; prima e durante	prima; prima	prima e durante (3,8); prima (3,3)
AT	4° trim. 97-3° trim. 98; 2° trim. 09-4° trim. 09;	no; prima e durante;	prima; prima e durante	no; prima e durante (3,5)
PT	3° trim. 02-4° trim. 02; 4° trim. 09;	durante e dopo; prima e durante	no; prima	prima (1,5); prima (3,5)
FI	1° trim. 94 4° trim. 96; 2° trim. 97; 1° trim. 98; 4° trim. 00-1° trim. 01; 2° trim. 09-4° trim. 09;	prima no no; no no; prima e durante	prima prima prima; prima no; prima e durante	prima, durante e dopo (7,0) prima (1,3) no; no no; prima e durante (3,2)

Fonte: stime ed elaborazioni della BCE.

Note: i termini "prima", "durante" e "dopo" indicano la tempistica dell'andamento negli indicatori riportati rispetto al verificarsi di una crescita negativa di M3 in termini nominali sul periodo corrispondente. "No" indica che non c'è stato alcun cambiamento di rilievo nell'indicatore in questione nel periodo dell'episodio di crescita negativa di M3 in termini nominali sul periodo corrispondente. Le cifre tra parentesi nell'ultima colonna indicano l'ampiezza dell'aumento di inclinazione della curva dei rendimenti in punti percentuali. I dati di M3 si riferiscono agli aggregati monetari nozionali in cui il settore detentore di moneta è costituito dai residenti nei paesi indicati, pertanto tali dati non sono necessariamente confrontabili con i contributi nazionali alla crescita di M3 nell'area dell'euro riportati dal 1999 come parte delle statistiche armonizzate per l'area dell'euro. L'eccesso di crescita monetaria è definito come la crescita di M3 in termini nominali che eccede la crescita del PIL in termini nominali.

una crescita negativa del PIL in termini reali e tutti avevano anche riportato un eccesso di espansione monetaria e un'accentuazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Nel secondo periodo in quattro dei cinque casi la crescita negativa sui 12 mesi di M3 è stata preceduta da un'accentuazione della curva dei rendimenti e da un eccesso di espansione monetaria, mentre l'incremento del PIL in termini reali era stato negativo in un singolo caso. Infine, agli inizi degli anni 2000, tre paesi hanno registrato una dinamica monetaria negativa, mentre l'espansione del PIL in termini reali è stata negativa in due di questi paesi. Tuttavia, a differenza dei due periodi precedenti, la contrazione dell'attività economica si è verificata durante e dopo la fase di crescita monetaria negativa e non prima. Solo in un caso la crescita della moneta eccedente sembra effettivamente aver svolto un ruolo significativo nella dinamica monetaria e altrettanto vale per l'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti.

Implicazioni per la situazione attuale

In tutti i paesi precedentemente analizzati il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 negativo è stato di breve durata e la dinamica monetaria è ritornata in territorio positivo entro un anno circa dopo una ripresa economica e all'appiattimento o stabilizzazione della curva dei rendimenti. Tuttavia, la difficoltà nello stabilire in quale misura tale evoluzione si ripeterà a livello dell'area dell'euro sta nel fatto che nella situazione attuale la portata degli eventi (ovvero l'accumulo precedente

di squilibri monetari, i problemi nel settore bancario e la diminuzione dell'attività economica) è stata di gran lunga superiore a quella dei periodi precedenti.

In termini qualitativi, i fattori attualmente in azione comportano forze che si controbilanciano. Da un lato, i segnali di stabilizzazione nel sistema bancario (con il sostegno dei vari interventi di politica economica), la stabilizzazione della curva dei rendimenti e il rafforzamento della crescita del PIL in termini reali dovrebbero aiutare l'incremento sui 12 mesi di M3 a ritornare in territorio positivo in un arco temporale relativamente breve. Dall'altro lato, la vigorosa espansione della moneta e del credito registrata negli ultimi anni, che si riflette anche nel livello elevato di indebitamento del settore privato, può avere come conseguenza l'ulteriore ridimensionamento dei bilanci dei detentori di moneta. Ciò può continuare a frenare la crescita di M3, mantenendola in territorio negativo o su livelli molto modesti per un certo periodo di tempo. Qualora l'eccesso di liquidità accumulato dovesse venire "assorbito" attraverso una graduale riduzione della leva finanziaria anziché essere impiegato in una maggiore spesa per beni di consumo, questa evoluzione sarebbe coerente con il protrarsi delle contenute pressioni inflazionistiche riconducibili agli attuali andamenti monetari.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La diminuzione osservata nel tasso di crescita sui 12 mesi di M3 si è accompagnata a mutamenti nei contributi delle diverse componenti: mentre il contributo di M1 ha segnato un marcato incremento, quello degli strumenti negoziabili e quello dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* sono diventati ancora più negativi.

Il tasso di incremento sui 12 mesi di M1 è lievemente diminuito, portandosi al 10,9 per cento in febbraio dall'11,5 del mese precedente (cfr. tavola 1). Tuttavia, il flusso mensile è stato positivo (per effetto di flussi positivi in entrambe le componenti, ossia circolante e depositi *overnight*).

In febbraio il tasso di variazione sui 12 mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è lievemente diminuito al -8,1 per cento dal -8,0 di gennaio. Tra le sottocomponenti, si è registrato un deflusso dei depositi con durata prestabilita fino a 2 anni (depositi a termine a breve scadenza), solo in parte compensato da un afflusso verso i depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi (depositi a risparmio a breve termine). È probabile che siano in atto riallocazioni tra queste due tipologie di strumenti, poiché i depositi a risparmio a breve termine offrono attualmente una maggiore remunerazione rispetto ai depositi a termine a breve scadenza. Parimenti, il basso costo opportunità di detenere depositi *overnight* continua a incentivare le riallocazioni dai depositi a termine a breve scadenza verso questi strumenti.

Il mese di febbraio ha visto un altro flusso negativo degli strumenti negoziabili, per i quali il tasso di incremento sui 12 mesi è sceso al -12,4 per cento dal -10,9 di gennaio. Il flusso mensile per la sottocomponente più importante degli strumenti negoziabili (quote e partecipazioni in fondi comuni monetari) è rimasto nettamente negativo, rispecchiando riallocazioni a favore di attività a più lungo termine. Parimenti, il tasso di espansione dei titoli di debito delle IFM a breve termine (con scadenza fino a 2 anni) si è ridotto, registrando un ulteriore deflusso mensile. Dopo un loro moderato acquisto di tali strumenti in dicembre da parte del settore detentore di moneta, agli inizi del 2010 i titoli di debito delle IFM hanno ripreso a essere ceduti.

Il tasso di variazione sui 12 mesi dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui

Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 gen.	2010 feb.
M1	49,0	5,4	8,1	12,2	12,3	11,5	10,9
Banconote e monete in circolazione	8,2	13,6	13,2	12,8	7,5	6,2	6,0
Depositi <i>overnight</i>	40,8	3,8	7,1	12,1	13,3	12,6	12,0
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,3	9,3	3,0	-3,1	-7,7	-8,0	-8,1
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,6	13,0	-0,7	-13,2	-22,1	-22,6	-22,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,6	4,5	8,6	12,9	15,7	13,7	12,6
M2	88,2	7,3	5,6	4,5	2,2	1,9	1,6
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,8	-0,7	-2,5	-7,7	-11,4	-10,8	-12,4
M3	100,0	6,1	4,4	2,7	0,2	0,1	-0,4
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,5	4,8	3,6	2,9	1,6	1,5
Credito alle amministrazioni pubbliche		5,7	8,4	11,5	13,6	9,1	8,4
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,3	1,5	2,7	3,2	3,2	3,0
Credito al settore privato		6,7	4,0	2,1	0,9	0,0	0,0
Prestiti al settore privato		4,6	2,1	0,4	-0,6	-0,6	-0,4
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		6,0	3,5	1,6	0,3	-0,3	-0,1
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		3,7	4,3	4,8	6,8	5,3	4,5

Fonte: BCE.

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

è disponibile una scomposizione settoriale, è diminuito in febbraio all'1,0 per cento dall'1,2 di gennaio. Tale andamento cela dinamiche eterogenee nei vari settori: il contributo negativo più contenuto degli intermediari finanziari è stato compensato da un calo dei contributi positivi sia delle società non finanziarie sia delle famiglie. Il contributo di quest'ultimo settore evidenzia un andamento tendenziale al ribasso, in linea sia con il fatto che il reddito delle famiglie reagisce generalmente in ritardo alle fasi di ripresa economica sia con le riallocazioni di fondi a favore di attività a più lungo termine, e registra variazioni sostanzialmente in direzione opposta rispetto a quello delle società non finanziarie. Dal luglio 2009, in linea con il ciclo economico, le imprese infatti stanno ricostituendo le riserve di liquidità (dopo aver attinto alle attività liquide nelle fasi iniziali della crisi finanziaria), un andamento che si osserva in genere al principio di una ripresa economica. Tuttavia, sembra che tale accumulo di attività liquide si sia stabilizzato negli ultimi mesi.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è stato pari all'1,5 per cento in febbraio, in calo dall'1,6 di gennaio (cfr. tavola 1). L'andamento è ascrivibile all'ulteriore diminuzione del tasso di incremento del credito alle amministrazioni pubbliche (che, pur essendo rimasto su un livello elevato dell'8,4 per cento, è sceso dal 9,1 per cento di gennaio), mentre il tasso di variazione del credito al settore privato ha continuato a oscillare attorno allo zero (salendo allo 0,1 per cento dal -0,3 di gennaio).

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti al settore privato, la principale componente del credito a tale settore, si è collocato al -0,4 per cento in febbraio, in aumento dal -0,6 di gennaio. Se corretto per l'impatto delle cartolarizzazioni, tale tasso è stato lievemente meno negativo (al -0,1 per cento), ma la distorsione attribuibile alla *derecognition* ha continuato a diminuire.

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 gen.	2010 feb.
Società non finanziarie	43,7	8,1	4,6	1,2	-1,4	-2,7	-2,5
Fino a 1 anno	25,2	4,0	-2,6	-8,6	-11,9	-13,4	-12,5
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,9	12,4	9,8	4,7	-0,1	-3,0	-3,2
Oltre 5 anni	54,9	8,8	6,8	5,4	3,9	3,2	3,2
Famiglie²⁾	46,2	0,9	0,1	-0,1	0,3	1,6	1,8
Credito al consumo ³⁾	12,6	1,2	-0,4	-1,0	-1,0	-1,5	-0,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,8	0,7	-0,2	-0,2	0,2	1,8	2,1
Altri prestiti	15,6	1,7	1,5	1,5	1,9	2,2	2,7
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	-6,7	-3,5	-6,1	-12,3	-9,7	-4,8
Altri intermediari finanziari non monetari	9,3	7,9	1,4	-0,0	0,2	-0,1	-0,4

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

L'andamento complessivo dei prestiti al settore privato ha seguito a celare una certa eterogeneità tra i tassi di incremento sui 12 mesi dei vari settori. Rispetto al periodo corrispondente l'espansione dei prestiti erogati alle società non finanziarie, pur rimanendo in territorio negativo, è aumentata per la prima volta dalla primavera 2008, mentre quella dei prestiti alle famiglie ha evidenziato un ulteriore lieve incremento, avendo concluso la fase discendente nella prima metà del 2009 (cfr. tavola 2). Queste differenze nella dinamica dei prestiti per settore sono in linea con le regolarità storiche: la crescita dei prestiti alle famiglie tende a risalire all'inizio del ciclo economico, mentre quella dei prestiti alle società non finanziarie evidenzia uno sfasamento temporale rispetto all'attività economica.

In febbraio il tasso di incremento sui 12 mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è aumentato al -2,5 per cento, dal -2,7 di gennaio. L'analisi della scomposizione per scadenze mostra che il flusso positivo registrato nel mese in esame ha rispecchiato, in particolare, gli afflussi osservati per i prestiti con scadenza superiore a 5 anni. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie è ulteriormente aumentato, collocandosi in febbraio all'1,8 per cento dall'1,6 di gennaio. Se si considera l'impatto della *derecognition* dei prestiti nel contesto della cartolarizzazione *pro soluto*, che in genere riguarda i prestiti alle famiglie anziché quelli alle società non finanziarie, la ripresa del tasso di incremento dei prestiti alle famiglie è stata lievemente minore, ma con un tasso di espansione più elevato. L'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato ad apportare il principale contributo all'accelerazione dei prestiti, mentre il contributo del credito al consumo è ulteriormente diminuito. Nel complesso, i più recenti andamenti confermano che è stato raggiunto un punto di svolta nella crescita dei prestiti alle famiglie.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione sui 12 mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM, al netto di capitale e riserve, è diminuito in febbraio al 4,5 per cento, dal 5,3 del mese precedente. Il calo è stato generalizzato a tutte le componenti. In una prospettiva settoriale, gli enti creditizi hanno continuato a ottenere finanziamenti a lungo termine dalle famiglie sotto forma di depositi a lungo termine, riflettendo il protrarsi della remunerazione di gran lunga maggiore offerta da questi strumenti a più lungo termine rispetto a quelli a più breve termine. In

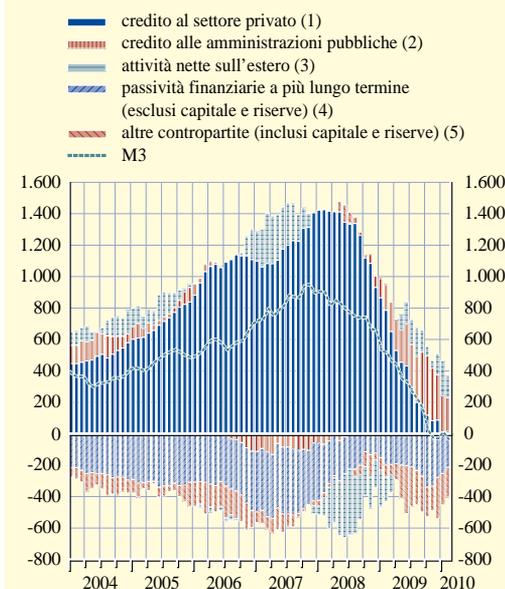
febbraio il capitale e le riserve sono aumentati a un tasso sui 12 mesi del 7,0 per cento.

Infine, gli afflussi nell'anno registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM sono stati pari a 142 miliardi di euro in febbraio, in calo dai 221 miliardi di gennaio (cfr. figura 7). Un deflusso mensile di 30 miliardi di euro è stato registrato a febbraio, a seguito di un modesto afflusso mensile delle attività sull'estero (soprattutto prestiti) e a un considerevole aumento delle passività verso l'estero (prevalentemente depositi).

In sintesi, il fatto che i tassi di crescita sui 12 mesi di M3 e dei prestiti al settore privato siano diminuiti in parallelo per un protratto periodo di tempo e siano stati entrambi modesti negli ultimi mesi avvalorava la valutazione secondo la quale il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è moderata e le pressioni inflazionistiche derivanti dagli andamenti monetari sono contenute. Tuttavia, a causa del forte impatto frenante esercitato dalla pronunciata inclinazione della curva dei rendimenti, la crescita complessiva di M3 continua a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo.

Figura 7 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Il tasso di crescita sui 12 mesi dell'emissione di titoli di debito ha continuato a evidenziare una moderazione, scendendo al 7,7 per cento in gennaio e registrando un progressivo calo dal tasso a due cifre osservato nel 2009. I dati sull'attività di emissione per settore rivelano che tale calo è stato diffuso tra i vari settori e le diverse scadenze. Nel contempo, il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di azioni quotate è rimasto sostanzialmente invariato.

TITOLI DI DEBITO

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro ha continuato a diminuire, portandosi al 7,7 per cento in gennaio dall'8,1 del mese precedente (cfr. tavola 3). Proseguendo la tendenza al ribasso iniziata un anno fa, l'emissione di titoli di debito a breve termine si è contratta per la prima volta in gennaio (a un tasso del 2,5 per cento sui 12 mesi), mentre il tasso di crescita dell'emissione di titoli di debito a lungo termine è rimasto pressoché invariato (al 9,1 per cento). Il tasso di crescita sui 6 mesi dei titoli di debito emessi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, che meglio coglie gli andamenti tendenziali nel breve periodo, conferma una flessione estesa a tutti i settori istituzionali (cfr. figura 8).

Nell'ultimo anno, tutti gli emittenti hanno mostrato una netta preferenza per i titoli di debito a lungo termine, soprattutto per quelli a tasso fisso, al fine di assicurarsi condizioni di finanziamento a lunga scadenza favorevoli. In gennaio, tuttavia, la tendenza positiva dell'emissione di titoli di debito a

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2010 gen.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2009 dic.	2010 gen.
Emissione di titoli di debito:	15.152	10,6	12,0	11,5	10,2	8,1	7,7
IFM	5.425	5,9	5,8	4,1	2,9	2,2	2,2
Società finanziarie non monetarie	3.002	30,8	32,5	28,6	22,3	13,4	13,3
Società non finanziarie	809	7,9	10,3	13,2	15,5	13,7	13,2
Amministrazioni pubbliche	5.916	9,6	12,2	13,5	12,7	11,2	10,1
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.549	9,9	12,4	13,7	12,9	11,3	10,2
Altre amministrazioni pubbliche	368	6,0	9,6	9,5	10,4	9,7	9,1
Emissione di azioni quotate:	4.253	1,2	1,9	2,7	2,8	3,0	3,0
IFM	523	7,2	8,7	9,4	8,9	9,1	8,3
Società finanziarie non monetarie	338	3,1	3,4	4,1	2,9	5,3	5,3
Società non finanziarie	3.392	0,0	0,8	1,6	1,9	1,8	1,9

Fonte: BCE.

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

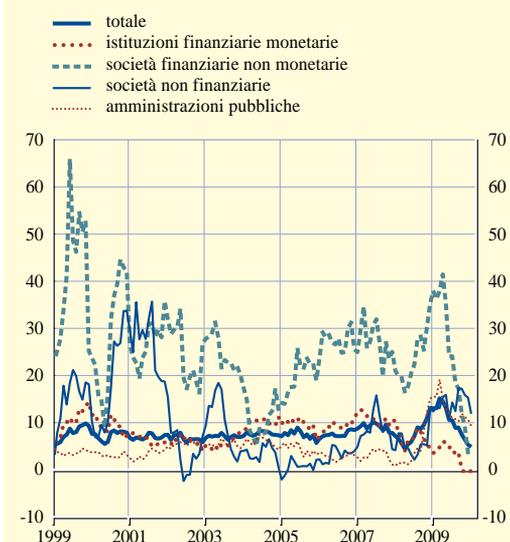
lungo termine a tasso fisso si è arrestata: il tasso di crescita sui 12 mesi è sceso all'11,6 per cento dal 12,1 del mese precedente. Allo stesso tempo, il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è aumentato al 3,5 per cento, dal 2,8 del mese precedente.

Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il calo registrato in gennaio nel ritmo dell'emissione di titoli di debito sarebbe diffuso. Nonostante la flessione, i tassi di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie e dalle amministrazioni centrali, entrambi a due cifre, rimangono su livelli storicamente elevati. In particolare, il tasso di crescita dei titoli emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato in gennaio al 13,2 per cento, evidenziando un lieve calo dal 13,7 per cento del mese precedente. I volumi considerevoli e il ritmo sostenuto dell'emissione netta di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso dalla fine del 2008 suggeriscono che le società, specie quelle di grandi dimensioni, stanno raccogliendo ingenti finanziamenti attraverso i mercati dei capitali, sfruttando in particolare il calo dei differenziali sulle obbligazioni societarie. Sul ricorso al mercato dei capitali potrebbe altresì aver influito l'irrigidimento dei termini e delle condizioni applicati ai prestiti bancari.

Analogamente, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche, nonostante alcuni segnali di moderazione, è rimasto sostenuto in gennaio, al 10,1 per cento contro l'11,2 del mese pre-

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

(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

cedente. L'andamento rimane in linea con il protrarsi di un ingente fabbisogno di finanziamento da parte del settore delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro. Nei mesi recenti quello delle amministrazioni centrali è diventato il comparto che ha maggiormente contribuito alla crescita delle emissioni complessive di titoli di debito.

Quanto al settore finanziario, il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto storicamente debole, al 2,2 per cento in gennaio, in lieve calo dal livello del mese precedente. Tale debolezza è imputabile in larga misura a una brusca contrazione dei titoli di debito emessi con scadenze a breve termine (pari all'11,3 per cento in gennaio), mentre il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito a lungo termine si è collocato al 4,6 per cento, un livello sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente. Un quadro sostanzialmente simile emerge per i titoli di debito emessi dalle società finanziarie non monetarie,

il cui tasso di crescita sui 12 mesi è diminuito al 13,2 per cento in gennaio dal 13,7 del mese precedente, soprattutto a causa di un'ulteriore contrazione dell'emissione di titoli a breve termine.

AZIONI QUOTATE

In gennaio, il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 3,0 per cento (cfr. figura 9). Sempre in gennaio, sebbene in lieve moderazione rispetto al mese precedente, il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è rimasto sostenuto all'8,3 per cento, in quanto le banche raccoglievano fondi per rafforzare i loro bilanci. Il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, all'1,9 per cento in gennaio e sostanzialmente invariato rispetto ai cinque mesi precedenti, ha continuato a essere sostenuto da corsi azionari più elevati e dal miglioramento del clima di fiducia.

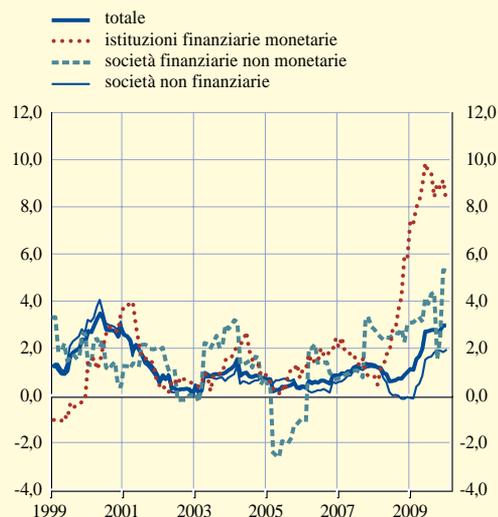
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

La curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta sostanzialmente invariata in marzo e a inizio aprile, con leggeri cali su quasi tutte le scadenze. Ciò ha rispecchiato le perduranti condizioni di ampia liquidità nell'area dell'euro, in particolare a seguito dell'aggiudicazione dell'operazione conclusiva di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a un anno il 16 dicembre 2009. L'Eurosistema ha inoltre continuato a effettuare acquisti definitivi di obbligazioni garantite nel contesto del Covered Bond Purchase Programme avviato il 6 luglio 2009.

In marzo e a inizio aprile i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono calati solo leggermente. Il 7 aprile i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente allo 0,403, 0,639, 0,950 e 1,223 per cento. I tassi Euribor a uno, tre e sei mesi

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

segnavano una lieve flessione rispetto ai livelli del 3 marzo, di circa 2, 1 e 1 punti base rispettivamente. Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta pressoché invariata, con il differenziale fra l'Euribor a un mese e quello a dodici mesi pari a circa 82 punti base il 7 aprile (cfr. figura 10).

I tassi del mercato monetario sui depositi garantiti, quali quelli derivati dall'Eonia Swap Index a tre mesi, sono anch'essi rimasti pressoché inalterati. Il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si è collocato allo 0,375 per cento il 7 aprile, circa 1 punto base al di sopra del suo valore del 3 marzo. Di conseguenza, il differenziale fra il tasso del mercato monetario sui depositi garantiti e il corrispondente Euribor si è leggermente ristretto, collocandosi a 26 punti base il 7 aprile, in calo dai 28 punti base del 3 marzo.

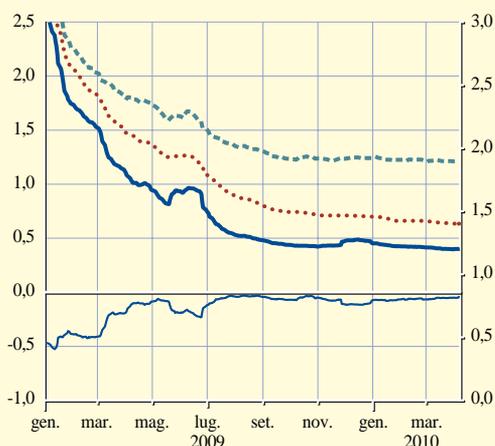
Il 7 aprile i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in giugno, settembre e dicembre 2010 e marzo 2011 sono diminuiti portandosi rispettivamente a 0,72, 0,90, 1,07 e 1,25 per cento. I tassi impliciti nei contratti con scadenza in giugno e settembre, rispettivamente in calo di 5 e 6 punti base dai loro livelli del 3 marzo, sono scesi in misura lievemente inferiore rispetto a quelli impliciti nei contratti con scadenza in dicembre e marzo, ridottisi rispettivamente di 8 e 9 punti base.

L'Eonia è risultato sostanzialmente stabile in marzo e a inizio aprile, mantenendosi su livelli superiori di circa 10 punti base al tasso sui depositi presso la banca centrale, pari allo 0,25 per cento, ad eccezione del 9 marzo (cfr. figura 11). In tale data, ultimo giorno del secondo periodo di mantenimento del 2010, l'Eonia è salito allo 0,643 per cento a seguito dell'operazione di regolazione puntuale di assorbimento di liquidità effettuata tramite una procedura d'asta a tasso variabile. L'operazione ha assorbito 294,5 miliardi di euro, con un tasso massimo dell'1,00 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,76 per cento. Il 7 aprile l'Eonia si è collocato allo 0,329 per cento.

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

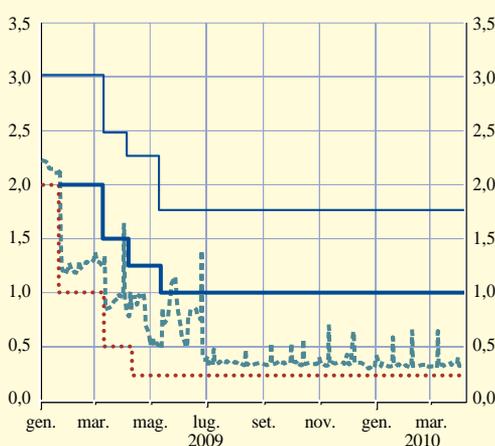


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 2, 9, 16, 23 e 30 marzo, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 80,5, 78,4, 79,0, 81,0 e 81,5 miliardi di euro. Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ne ha condotte due il 31 marzo: una a tre mesi in cui ha aggiudicato 2,0 miliardi di euro e una a sei mesi in cui ha aggiudicato 17,9 miliardi di euro. Tutte le operazioni sono state condotte con un tasso fisso dell'1 per cento e piena aggiudicazione.

In linea con l'aumento dell'eccesso di liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro a seguito del regolamento dell'ORLT finale a un anno, il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è salito a 197,7 miliardi di euro nel periodo tra il 10 marzo e il 7 aprile, un livello leggermente superiore ai 186,4 miliardi di euro osservati nel precedente periodo di mantenimento terminato il 9 marzo.

È proseguito il programma di acquisto di obbligazioni garantite avviato il 6 luglio 2009. Il valore totale degli acquisiti di obbligazioni garantite denominate in euro emesse nell'area dell'euro si è collocato a 44,1 miliardi di euro il 26 marzo, a fronte dei 60 miliardi di euro destinati a essere acquistati entro la fine di giugno 2010.

Riquadro 3

LA REAZIONE DEI MERCATI MONETARI AGLI ANNUNCI RIGUARDANTI IL GRADUALE RIENTRO DELLE MISURE NON CONVENZIONALI

Il presente riquadro analizza la reazione dei mercati monetari agli annunci formulati dal Consiglio direttivo in relazione all'avvio della fase di graduale rientro delle misure non convenzionali. Nel dicembre 2009, in considerazione del miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, il Consiglio direttivo ha reso noto che quello stesso mese sarebbe stata condotta l'ultima operazione di rifinanziamento con scadenza a 12 mesi, mentre nel marzo 2010 si sarebbe tenuta l'ultima operazione con scadenza a 6 mesi. Tre mesi più tardi, in marzo, il Consiglio direttivo ha deciso altresì di ripristinare dalla fine di aprile le procedure d'asta a tasso variabile nelle operazioni ordinarie a 3 mesi.

La presente valutazione della reazione dei mercati a questi annunci si basa sulle aspettative di mercato per l'Eonia, sui differenziali tra tassi Euribor e tassi *overnight*, nonché sulla volatilità implicita ricavata dai tassi del mercato monetario. Nel complesso, la reazione dei mercati monetari agli annunci formulati in dicembre e marzo è stata piuttosto contenuta. Ciò è in linea con il carattere graduale del rientro di tali misure e suggerisce che i mercati monetari prevedono di ritornare in maniera progressiva e ordinata al normale funzionamento.

La comunicazione del graduale rientro delle misure non convenzionali

In considerazione del miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, il 3 dicembre 2009 il Consiglio direttivo ha annunciato che quello stesso mese sarebbe stata condotta l'ultima operazione di rifinanziamento con scadenza a 12 mesi e nel marzo successivo l'ultima operazione con scadenza a 6 mesi¹⁾. Tre mesi più tardi, il 4 marzo, il Consiglio direttivo ha deciso inoltre di ripristinare dalla fine di aprile le procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni ordinarie a

1) Per un resoconto dettagliato delle decisioni adottate, cfr. il comunicato stampa della BCE del 3 dicembre 2009 *ECB announces details of refinancing operations up to 7 April 2010* oppure il numero di dicembre 2009 di questo Bollettino.

3 mesi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo ha annunciato che avrebbe continuato a condurre le operazioni di rifinanziamento principali e le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale (operazioni della durata di un periodo di mantenimento) mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per tutto il tempo necessario e almeno fino a metà ottobre 2010. Data la perdurante incertezza circa i futuri andamenti dell'economia dell'area dell'euro, la gradualità rimane un elemento essenziale nel rientro dalle misure operative non convenzionali della BCE.

La reazione dei mercati monetari al graduale rientro delle misure non convenzionali

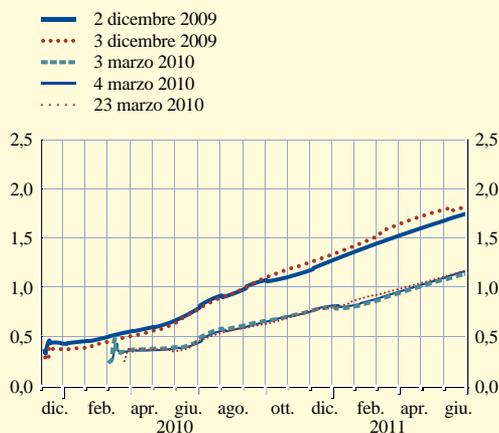
Quanto all'andamento dei tassi del mercato monetario a brevissimo termine, l'impatto immediato di questi annunci è stato piuttosto contenuto. Di fatti, le attese per l'Eonia su un orizzonte temporale fino a un anno, rilevate dalla curva a termine dell'Eonia, non hanno mostrato variazioni significative come conseguenza immediata di questi annunci. La reazione istantanea agli annunci fatti il 3 dicembre e il 4 marzo è stata minima in entrambi i casi. Ciò suggerisce che i mercati si aspettano un periodo protratto di liquidità abbondante e reputano ancora adeguato il sostegno fornito al sistema finanziario, nonostante la graduale rimozione delle misure non convenzionali. Potrebbe anche suggerire che le decisioni adottate a tale riguardo sono state in linea con le attese dei mercati (cfr. figura A).

Inoltre, anche il differenziale tra l'Euribor a 3 mesi e il tasso *overnight* a 3 mesi nonché i differenziali a termine tra tassi Euribor e tassi *overnight* ricavati dai contratti a termine sui tassi Euribor non hanno mostrato sostanziali variazioni in seguito a tali annunci. Infatti, da dicembre questi differenziali sono rimasti su livelli relativamente bassi in linea con la nozione di "nuova normalità". In altri termini, è probabile che l'incertezza rimanga su livelli elevati come effetto duraturo delle turbolenze finanziarie. Il fatto che il differenziale tra l'Euribor a 3 mesi e il tasso *overnight* a 3 mesi sia stato il più basso dagli inizi di gennaio è associato con maggiore probabilità all'allentamento delle tensioni connesse alla fine dell'anno, progressivamente accumulatesi verso la fine del 2009. Da allora, questo differenziale è rimasto relativamente stabile. Non sembra esserci stata alcuna variazione di rilievo come reazione immediata all'annuncio di marzo. Ciò suggerirebbe che il messaggio riguardante il graduale rientro delle misure non convenzionali è stato trasmesso in modo abbastanza fluido ed è stato percepito dai mercati monetari come coerente con un ordinato ritorno al normale funzionamento (cfr. figura B).

Infine, questi annunci non hanno causato tensioni nei segmenti a più lungo termine del mercato monetario, rilevanti per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Infatti, le volatilità implicite a scadenza costante derivate dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a 3 mesi suggeriscono che gli annunci non hanno innescato tensioni neanche in questo segmento del mercato monetario. La volatilità sarebbe di-

Figura A Curve a termine dell'Eonia rilevate in diversi momenti

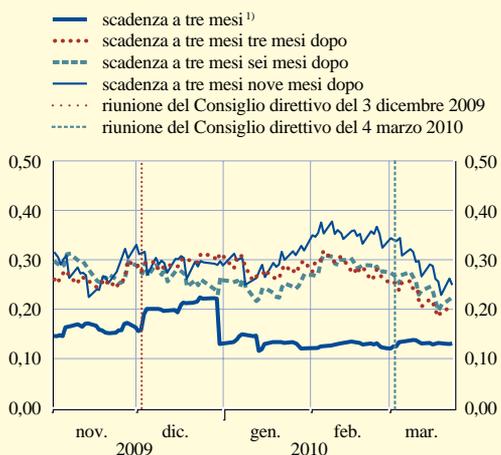
(valori percentuali; tassi a termine; dati a volatilità ridotta)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Note: la tecnica di riduzione della volatilità (*smoothing*) utilizzata nella figura è basata sul calcolo degli *spline* dei logaritmi dei prezzi a *zero coupon*.

Figura B Differenziali fra l'Euribor e gli swap sull'indice overnight

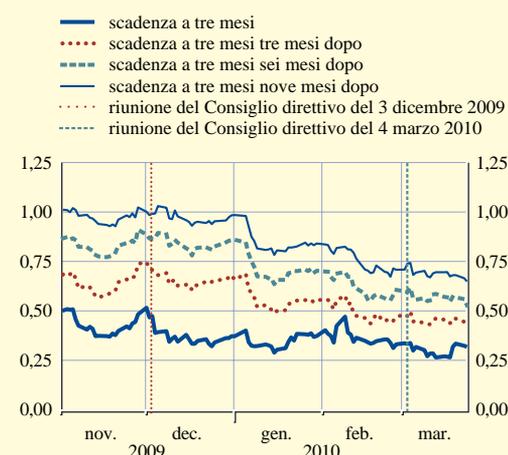
(punti percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i differenziali a termine sono stati calcolati sulla base degli accordi a termine sull'Euribor.
 1) Il differenziale a tre mesi è stato calcolato utilizzando il tasso sui depositi non garantiti a tre mesi.

Figura C Volatilità implicite

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
 Nota: per il calcolo delle volatilità si è passati dalle convenzioni di mercato in uso per l'Euribor a quelle in uso per le opzioni sui Bund.

minuita dopo l'annuncio di dicembre e da allora è rimasta sostanzialmente invariata. Parimenti, non si è rilevata alcuna ripercussione significativa sulle volatilità in marzo (cfr. figura C).

Nel complesso, gli annunci fatti in relazione al graduale rientro delle misure non convenzionali sembrano essere stati accolti positivamente dai mercati, senza alcuna conseguenza di rilievo. La reazione dei mercati suggerisce che sia in dicembre sia in marzo le decisioni adottate dal Consiglio direttivo sono state percepite come una risposta appropriata coerente con gli andamenti finanziari ed economici.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In marzo e a inizio aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati nell'area dell'euro, mentre sono leggermente aumentati negli Stati Uniti. L'ampliamento del differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro potrebbe riflettere in parte variazioni della crescita attesa dai mercati. Ad eccezione della Grecia, i differenziali di rendimento dei titoli sovrani all'interno dell'area dell'euro rispetto alla Germania si sono mantenuti sostanzialmente immutati nel periodo in esame. Le aspettative di inflazione per l'area dell'euro derivate dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione sono anch'esse rimaste sostanzialmente stabili e continuano a segnalare attese saldamente ancorate a medio termine. I differenziali relativi alle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno ripreso a diminuire su tutte le categorie di rating in marzo e a inizio aprile.

Rispetto a fine febbraio, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi attorno al 3,4 per cento il 7 aprile. Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati di circa 20 punti base, portandosi al 3,9 per cento

in quella stessa data. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ampliato a 50 punti base (cfr. figura 12). Nel contempo la volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti è leggermente diminuita in marzo, seppur mantenendosi leggermente al di sopra dei livelli registrati prima delle turbolenze finanziarie.

I rendimenti correnti sono pari o prossimi ai minimi storici nell'area dell'euro, rispecchiando in parte le aspettative di mercato sia di una crescita nominale modesta nell'area dell'euro sul lungo periodo sia di un mantenimento di tassi di riferimento bassi per un certo periodo di tempo. L'ampliamento del differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro potrebbe di fatto riflettere in parte percezioni di mercato differenti circa le prospettive di crescita delle rispettive economie. L'incremento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi rispecchia inoltre condizioni di domanda più deboli in un contesto corrente di ampia offerta e, in certa misura, il fatto che la rapidità attesa del rientro dalle misure straordinarie di politica monetaria potrebbe essersi accresciuta negli Stati Uniti.

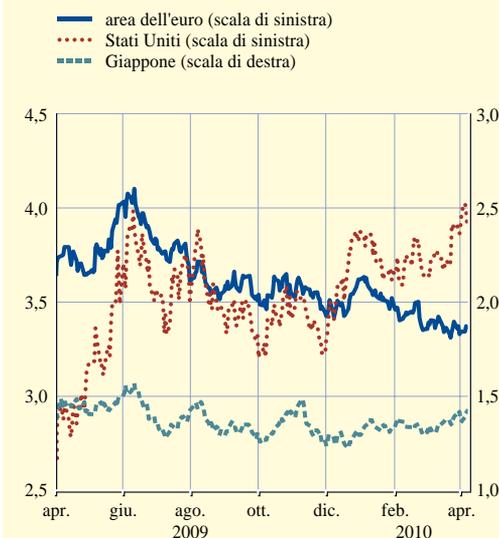
Ad eccezione della Grecia, i differenziali di rendimento dei titoli sovrani all'interno dell'area dell'euro rispetto alla Germania si sono mantenuti sostanzialmente immutati nel periodo in esame. In marzo i differenziali sui *credit default swap* sono rimasti sostanzialmente invariati nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Per gran parte del mese le preoccupazioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche della Grecia e l'incertezza circa la possibilità che i paesi dell'UE concorrano ad alleviare potenziali future difficoltà finanziarie del governo greco hanno provocato un'elevata volatilità dei differenziali sulle obbligazioni sovrane all'interno dell'area. L'annuncio il 25 marzo del piano UE per il sostegno alla Grecia da parte dei Capi di Stato o di Governo dei paesi dell'area dell'euro, unitamente a quello fatto dalla BCE di mantenere la soglia minima per le garanzie stanziabili nelle operazioni con l'Eurosistema al *rating* BBB- oltre la fine del 2010 hanno contribuito ad alleviare tali tensioni. Agli inizi di aprile, tuttavia, le preoccupazioni nei mercati finanziari circa l'assenza di accordo tra i paesi dell'area dell'euro in merito a termini più precisi di un potenziale pacchetto di prestiti d'emergenza per la Grecia hanno determinato un forte ampliamento del differenziale tra le obbligazioni sovrane di Grecia e Germania.

I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro sono diminuiti di circa 20 punti base, portandosi rispettivamente allo 0,5 e all'1,3 per cento per le scadenze a cinque e dieci anni il 7 aprile (cfr. figura 13).

I dati dei mercati finanziari continuano a indicare che le attese di inflazione rimangono fermamente ancorate nell'area dell'euro. Non vi sono riscontri di un significativo aumento sia delle aspettative di inflazione (di mercato) sia dei premi per il rischio d'inflazione nelle ultime settimane. Le misure

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



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

Figura 13 Rendimenti *zero coupon*, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

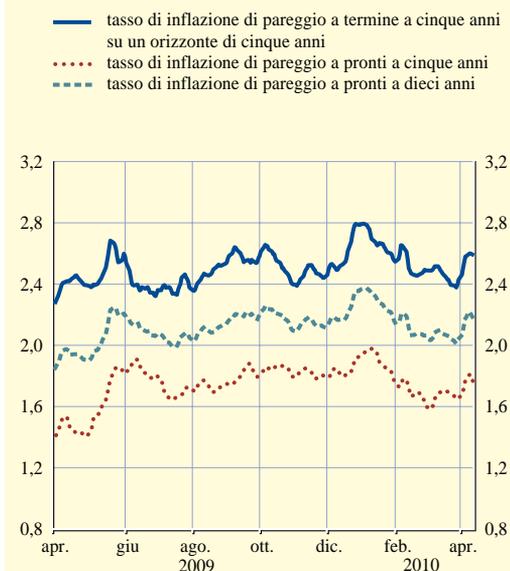
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

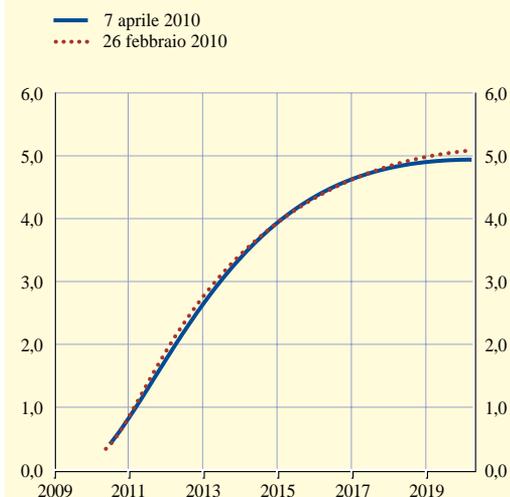
standard dei tassi di inflazione di pareggio e dei tassi swap sull'inflazione sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto ai dati di fine febbraio. Il 7 aprile i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati rispettivamente all'1,8 e al 2,2 per cento (cfr. figura 14). Il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale si è situato al 2,6 per cento.

Agli inizi di aprile la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area dell'euro si è mantenuta invariata rispetto a fine febbraio su tutte le scadenze, continuando a suggerire che i mercati si attendono che i tassi ufficiali restino bassi per qualche tempo (cfr. figura 15).

Per quanto riguarda i mercati delle obbligazioni societarie, i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato si sono leggermente ristretti nel corso di marzo. Ciò si è contrapposto agli andamenti dei mesi precedenti durante cui i differenziali delle obbligazioni societarie si sono lievemente ampliati in un contesto di temporanea

Figura 15 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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

diminuzione della propensione al rischio. La riduzione dei differenziali è stata maggiore per i titoli con *rating* BBB e ad alto rendimento. Nonostante tale diminuzione, i differenziali rimangono al di sopra dei livelli prevalenti prima delle turbolenze finanziarie, mentre i differenziali sui titoli a più alto *rating* sono tornati sui livelli precedenti alla crisi.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

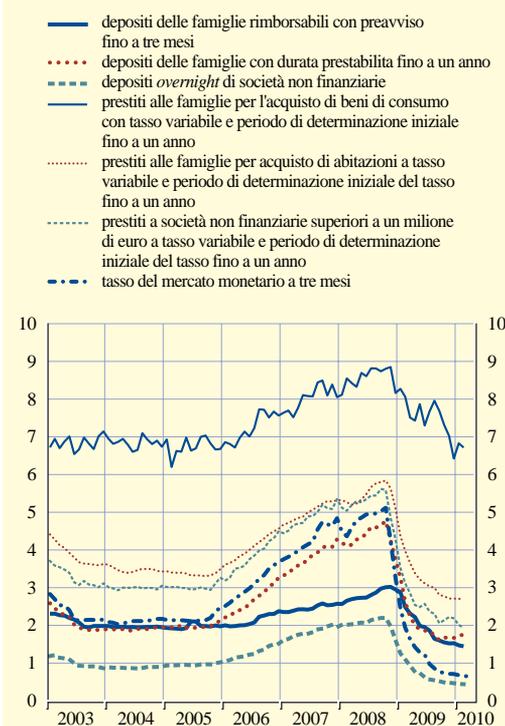
In febbraio la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM su prestiti e depositi sono diminuiti o rimasti sostanzialmente stabili, sia per le famiglie sia per le società non finanziarie, nonché su gran parte delle scadenze. In media i tassi di interesse sui prestiti alle società non finanziarie e i tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a situarsi in prossimità dei loro minimi storici, mentre altri tassi sui prestiti alle famiglie sono rimasti leggermente al di sopra dei minimi raggiunti nel 2005. Nel complesso, il processo di trasmissione delle passate variazioni dei tassi di riferimento della BCE ai clienti bancari sembra giungere al completamento.

I tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM sui prestiti e sui depositi sono diminuiti leggermente o sono rimasti invariati in febbraio sia per le famiglie sia per le società non finanziarie (cfr. figura 16). Più in particolare, fatta eccezione per un incremento dei tassi medi sugli scoperti di conto corrente concessi alle famiglie (di 9 punti base al 9,0 per cento), i tassi a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono calati di 4 punti base, raggiungendo un minimo storico del 2,7 per cento, e i più volatili tassi a breve termine sui prestiti al consumo sono scesi di 11 punti base (al 6,7 per cento). Quanto alle società non finanziarie, i tassi bancari sugli scoperti di conto corrente e quelli a breve termine sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono leggermente diminuiti rispettivamente al 4,0 e 1,9 per cento. I tassi sui prestiti di piccola entità (inferiori a 1 milione di euro) sono rimasti sostanzialmente invariati al 3,3 per cento. Sia per i prestiti di piccola entità che per quelli di grande entità alle società non finanziarie i tassi si collocano attualmente ai minimi storici (cfr. figura 16). Dato che l'Euribor è calato di quasi 2 punti base in febbraio, i differenziali tra la maggior parte dei tassi a breve termine sui prestiti delle IFM e i tassi del mercato monetario a tre mesi si sono leggermente ristretti (cfr. figura 17).

In una prospettiva di più lungo periodo, tra settembre 2008 (ossia immediatamente prima dell'inizio del ciclo di allentamento di politica monetaria) e febbraio 2010, i tassi a breve termine sia sui prestiti alle famiglie per l'acquisto

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

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



Fonte: BCE.

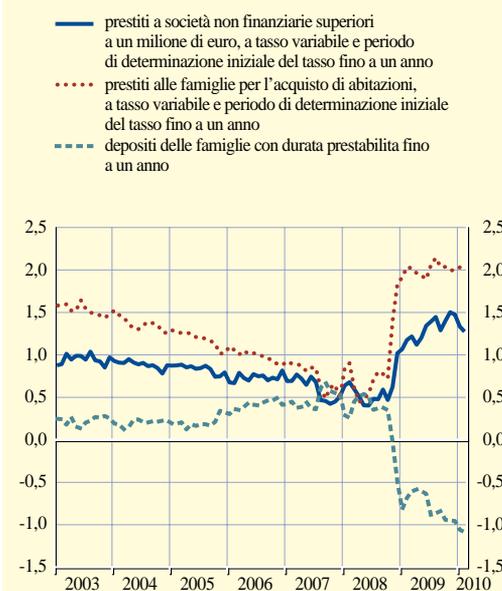
di abitazioni sia sui prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti, rispettivamente di 313 e 353 punti base, contro un calo di 431 punti base dell'Euribor a tre mesi. Ciò indica una considerevole trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari.

Quanto alle scadenze più lunghe, anche i tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti a lungo termine alle famiglie e alle società non finanziarie sono per la maggior parte scesi leggermente o sono rimasti sostanzialmente invariati in febbraio (cfr. figura 18). Più in particolare, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni sono calati di 3 punti base (al 4,3 per cento), mentre quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a dieci anni sono diminuiti di 6 punti base (al 4,2 per cento). Per quanto attiene ai tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie, i tassi medi sui prestiti di grande entità con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni si sono ridotti di 5 punti base al 3,6 per cento, mentre quelli sui prestiti di grande entità con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni sono rimasti sostanzialmente stabili al 2,9 per cento. I tassi medi sui prestiti di piccola entità sono restati invariati al 4,2 per cento per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni e sono aumentati leggermente, di 5 punti base al 4,0 per cento, per i prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni.

Dall'inizio del periodo di allentamento monetario nel settembre 2008, le banche dell'area dell'euro hanno modificato i propri tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie più o meno in linea con il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. I tassi sui prestiti alle

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

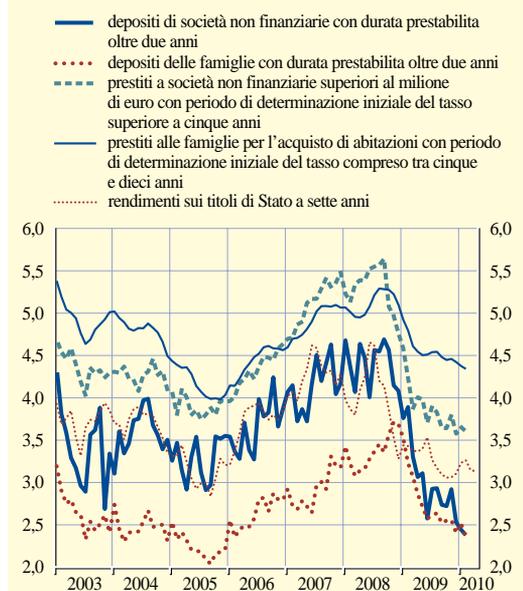
(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



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

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

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



Fonte: BCE.

famiglie, tuttavia, non sono diminuiti di quanto ci si poteva attendere dagli andamenti dei tassi di mercato, coerentemente con la maggiore lentezza di trasmissione per i tassi applicati alle famiglie, ma forse anche di riflesso all'accresciuto rischio creditizio e alle preoccupazioni sul valore delle garanzie immobiliari in alcune parti dell'area dell'euro.

La redditività delle banche dell'area dell'euro dipende, tra l'altro, dai differenziali di tasso di interesse su prestiti e depositi relativi sia alle nuove operazioni sia a quelle in essere. Tali margini, che erano diminuiti nella prima parte del 2009, hanno poi registrato una graduale ripresa, contribuendo all'incremento della redditività delle banche dell'area dell'euro nella seconda metà del 2009.

2.6 MERCATI AZIONARI

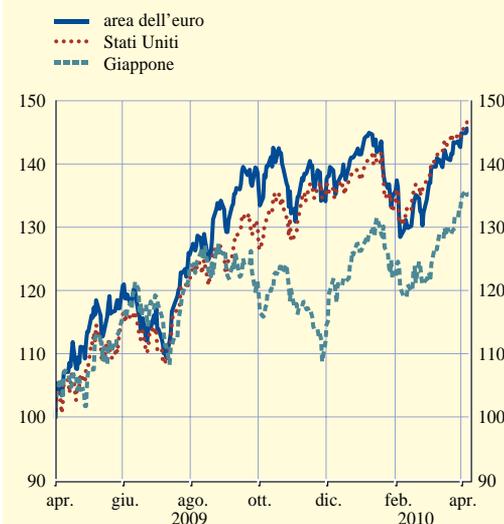
Gli indici delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono saliti in marzo e si collocano attualmente in prossimità dei livelli massimi di inizio gennaio. La volatilità implicita del mercato azionario è diminuita nell'area dell'euro ed è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti. Nel complesso, i corsi azionari sono stati sorretti dalla pubblicazione di notizie economiche generalmente positive. Gli annunci di utili delle società quotate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno altresì contribuito favorevolmente agli andamenti dei listini azionari in marzo.

Gli indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono saliti rispettivamente del 9,6 e 7,1 per cento tra fine febbraio e inizio aprile, collocandosi attualmente su livelli sostanzialmente in linea con i massimi di inizio gennaio (cfr. figura 19). Il rialzo dei corsi azionari ha riguardato sostanzialmente tutti i settori, beneficiando della pubblicazione di dati positivi e di una rinnovata propensione al rischio. Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno registrato un aumento persino più pronunciato, dell'11,5 per cento circa. L'incertezza del mercato azionario nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita, ha continuato a calare in marzo e a inizio aprile, collocandosi attualmente su livelli sostanzialmente in linea con quelli osservati prima delle turbolenze finanziarie iniziate nell'estate del 2007. Negli Stati Uniti, nel contempo, la volatilità implicita è rimasta sostanzialmente invariata (cfr. figura 20).

Per le società quotate nell'area dell'euro, la crescita degli utili per azione effettivi è rimasta debole in marzo. Gli utili effettivi per azione per le società che rientrano nell'indice Dow Jones Euro Stoxx sono calati del 19 per cento. In marzo, tuttavia, tale diminuzione si è mostrata più moderata rispetto agli ultimi mesi. La crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi è diminuita leggermente rispetto ai livelli degli ultimi mesi, collocandosi al 24 per cento in marzo.

Figura 19 Indici dei corsi azionari

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



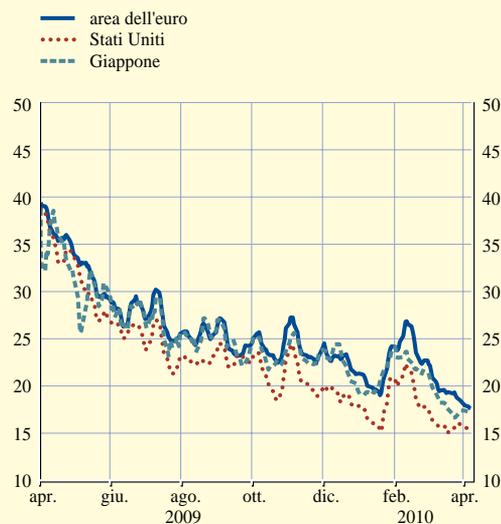
Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Considerando gli annunci di utili di marzo delle società quotate nell'indice Euro Stoxx, il numero di sorprese positive è stato leggermente più elevato di quello delle sorprese negative.

Dall'inizio di marzo, le notizie macroeconomiche e gli annunci di utili hanno contribuito favorevolmente agli andamenti dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. I dati sull'occupazione e sulla produzione industriale nell'area dell'euro hanno fornito sorprese positive. I mercati hanno inoltre reagito positivamente al comunicato stampa del Federal Open Market Committee del 16 marzo, nel quale si ribadiva che i tassi sui *federal fund* sarebbero potuti rimanere su livelli eccezionalmente bassi per un periodo prolungato. In aggiunta, le pubblicazioni di dati più recenti segnalano prospettive favorevoli per l'economia mondiale. Nonostante tali notizie positive, le preoccupazioni circa la robustezza della ripresa della domanda delle famiglie sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti hanno pesato sugli investitori. Analogamente, persistono i timori di mercato sulle prospettive delle finanze pubbliche nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

Figura 20 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.

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

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in marzo l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe salita all'1,5 per cento, dopo essersi collocata allo 0,9 per cento in febbraio. Il rialzo potrebbe, in particolare, essere collegato alla componente energetica nonché a quella dei prezzi degli alimentari, in parte a causa delle condizioni meteorologiche. Sull'orizzonte rilevante ai fini della politica monetaria l'inflazione dovrebbe rimanere stabile. Ci si attende che, coerentemente con la lenta ripresa della domanda interna ed estera, gli andamenti complessivi dei prezzi, dei costi e dei salari rimangano moderati. Le aspettative di inflazione sul medio-lungo termine restano fermamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento nel medio periodo. I rischi per le prospettive dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, tra febbraio e marzo il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC sarebbe salito dallo 0,9 all'1,5 per cento (cfr. tavola 4). Sebbene i dati disaggregati ufficiali relativi a tale stima non siano ancora stati diffusi, ampia parte di questo incremento potrebbe essere riconducibile sia al contributo della componente energetica e alimentare che si stima sia aumentata considerevolmente rispetto al mese precedente, sia alla crescita nell'ambito della componente dei servizi delle voci più volatili dei servizi ricreativi, in particolare dei prezzi delle vacanze organizzate.

In febbraio lo IAPC è diminuito di 0,1 punti percentuali rispetto a gennaio. La scomposizione dettagliata mostra che tale andamento è stato principalmente determinato dai prezzi dei beni energetici, dal momento che i tassi di variazione sui 12 mesi di tutte le altre componenti sono rimasti sostanzialmente stabili o sono diminuiti solo leggermente (cfr. figura 21). La variazione sull'anno precedente della componente energetica è calata fra gennaio e febbraio dal 4,0 al 3,1 per cento, soprattutto a causa dell'andamento delle voci collegate al petrolio (carburanti liquidi, carburanti e lubrificanti per il trasporto privato), per effetto del calo temporaneo registrato dai prezzi del greggio in febbraio.

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2009 ott.	2009 nov.	2009 dic.	2010 gen.	2010 feb.	2010 mar.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	3,3	0,3	-0,1	0,5	0,9	1,0	0,9	1,5
Beni energetici	10,3	-8,1	-8,5	-2,4	1,8	4,0	3,1	.
Alimentari non trasformati	3,5	0,2	-1,6	-1,3	-1,6	-1,3	-1,2	.
Alimentari trasformati	6,1	1,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,6	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	.
Servizi	2,6	2,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,3	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	6,1	-5,1	-6,6	-4,4	-2,9	-1,1	-0,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	65,9	44,6	49,8	52,1	51,6	54,0	54,5	59,1
Prezzi delle materie prime non energetiche	2,1	-18,5	-7,3	-0,8	19,0	27,0	25,1	33,8

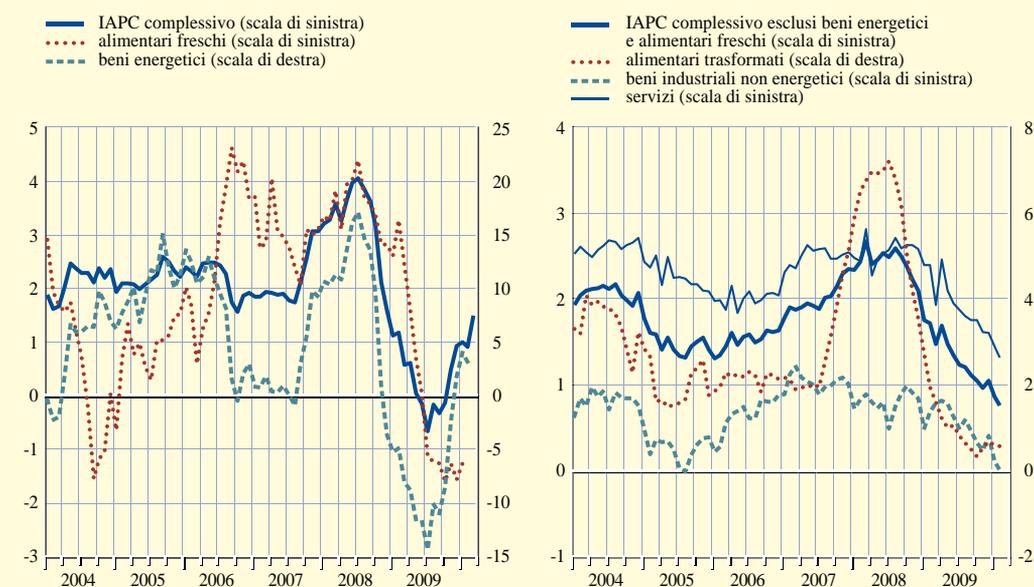
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche è ponderato in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.

1) Il dato sullo IAPC di marzo 2010 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 21 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In febbraio il tasso di variazione sui 12 mesi dei prezzi complessivi degli alimentari (inclusi alcolici e tabacchi) è rimasto invariato rispetto a gennaio, -0,1 per cento. Per quanto riguarda le singole voci, i prezzi degli alimentari non trasformati hanno nuovamente segnato una crescita negativa sull'anno precedente, sulla scia dei forti cali della carne e della frutta. I prezzi degli alimentari trasformati sono rimasti invariati rispetto al mese precedente, con tassi di crescita ancora negativi per quanto riguarda voci quali pane e cereali, latticini, oli e grassi. Quelli dei tabacchi e delle bevande alcoliche, al contrario, hanno continuato ad aumentare a tassi ben superiori alla media storica, in connessione con le modifiche all'imposizione indiretta introdotte in alcuni paesi.

Al netto di tutte le componenti alimentari ed energetiche, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione è diminuita dallo 0,9 per cento di gennaio allo 0,8 di febbraio, a causa dei cali sia dei prezzi dei beni industriali non energetici sia di quelli dei servizi. Il tasso di variazione sui 12 mesi dei beni industriali non energetici si è calato allo 0,0 per cento, dallo 0,1 per cento di gennaio, proseguendo la tendenza al ribasso in atto da oltre un anno. La flessione è ascrivibile principalmente ai prezzi dei beni non durevoli (apparecchiature elettriche per la cura personale, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.), mentre quelli dei beni durevoli (in particolare autoveicoli) sono aumentati solo lievemente. L'inflazione dei prezzi dei servizi è calata all'1,3 per cento, il tasso più basso registrato dal maggio 2000. La contrazione dei prezzi dei servizi è stata dovuta principalmente alla flessione di quelli dei servizi di trasporto, ricreativi e personali.

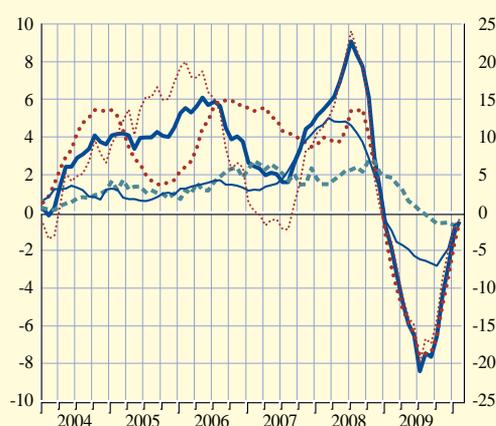
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

I dati recenti mostrano che dopo oltre un anno la tendenza al ribasso dei prezzi alla produzione nell'industria starebbe giungendo a termine. In febbraio il tasso di variazione sui 12 mesi di tali prezzi

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

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



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

(al netto delle costruzioni) è salito a -0,5, dall'1,1 per cento di gennaio. Questo andamento è ampiamente riconducibile alle componenti dei beni energetici e intermedi, soprattutto a causa dei forti effetti base e dei recenti rincari di prodotti energetici e materie prime. Agli ultimi stadi della catena produttiva, la dinamica dei prezzi dei beni di consumo è aumentata in febbraio, principalmente per effetto dei prodotti alimentari (cfr. figura 22).

Anche i dati desunti dalle indagini confermano che le pressioni al ribasso si stanno allentando. Per quanto concerne l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), in marzo tutte le componenti dell'indice sono tornate a salire (cfr. figura 23). In particolare, quella dei prezzi degli *input* nel settore manifatturiero, che era salita sopra il valore di 60 in febbraio, è ulteriormente cresciuta in marzo (un valore superiore a 50 indica un'intensificazione delle pressioni sui prezzi). L'indice corrispondente per i prezzi degli *input* nel settore dei servizi è anch'esso aumentato, raggiungendo un livello prossimo a 53. Entrambi gli indicatori segnalano di conseguenza una crescita dei costi degli *input*. L'indice dei prezzi praticati nel settore manifatturiero ha raggiunto il livello soglia di 50, a indicare una sostanziale invarianza dei prezzi. Anche l'indice corrispondente per i prezzi nel settore dei servizi è ulteriormente aumentato, restando tuttavia inferiore a 50, segnalando una prosecuzione, sebbene a tassi inferiori rispetto ai mesi precedenti, del calo dei prezzi. In entrambi i settori, ma in particolare in quello manifatturiero, gli andamenti recenti evidenziano che le imprese continuano a incontrare difficoltà a trasferire l'aumento dei prezzi degli *input* ai prezzi di vendita. Ciò segnala che i margini di profitto delle imprese dell'area dell'euro agli inizi del 2010 hanno continuato a essere compressi. Come evidenziato nel riquadro 4, in prospettiva, il miglioramento delle condizioni della domanda e l'aumento congiunturale atteso della produttività nel contesto dell'andamento debole del mercato del lavoro dovrebbero favorire una ripresa dei profitti delle imprese.

ANDAMENTO DEI PROFITTI E LORO COMPORTAMENTO SUCCESSIVAMENTE A PERIODI DI RECESSIONE

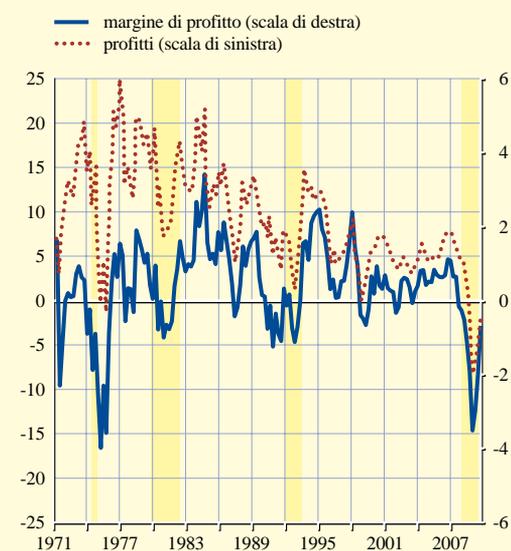
Il netto calo della produttività delle imprese, insieme alla persistenza di elevati costi del lavoro durante la crisi del 2008-2009, ha provocato una forte contrazione dei profitti. Al fine di collocare le dinamiche attuali in una prospettiva di più lungo periodo, questo riquadro esamina l'andamento dei profitti durante i precedenti periodi di ripresa economica. Storicamente, risulta che la loro crescita nell'area dell'euro ha recuperato terreno a ritmi piuttosto rapidi allorché l'economia è uscita dalla recessione. Tuttavia, considerate la gravità della recessione nel 2008-2009 e la contrazione senza precedenti della domanda aggregata nello stesso periodo, le prospettive di breve periodo per i profitti restano incerte.

Nell'ultimo trimestre del 2009 i profitti (misurati in termini di margine operativo lordo¹⁾ hanno continuato a flettere (a un tasso dello 0,2 per cento sull'anno precedente), sebbene a ritmi molto più lenti che nel primo trimestre (quando il tasso di riduzione era prossimo al 6 per cento sull'anno precedente). I profitti sono stati spinti al ribasso soprattutto dall'elevata crescita dei costi del lavoro per unità di prodotto ascrivibile sia al livello relativamente elevato dei salari sia alle politiche di approvvigionamento della manodopera adottate dalle imprese dell'area dell'euro durante la recente contrazione. Le dinamiche di breve periodo (misurate dal tasso di crescita sul trimestre precedente) continuano a indicare tuttavia che i profitti stanno gradualmente recuperando rispetto al minimo raggiunto.

La figura A adotta una prospettiva di lungo periodo e mostra la crescita sui dodici mesi segnata dai profitti a partire dai primi anni settanta, nonché le variazioni annue dell'indicatore del margine di profitto (dato dal deflatore del PIL ai costi dei fattori meno i costi del lavoro per unità di prodotto). Quest'indicatore è generalmente utilizzato quale approssimazione del "mark-up", ossia della differenza fra i prezzi praticati dalle imprese e i costi di produzione. Varie indicazioni emergono dalla figura A, sebbene queste vadano interpretate con cautela alla luce del fatto che esistono notevoli differenze fra i cicli economici e che ciascuna delle recessioni e delle riprese pregresse è distinta. In primo luogo, i profitti e l'indicatore

Figura A Profitti e margine di profitto

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



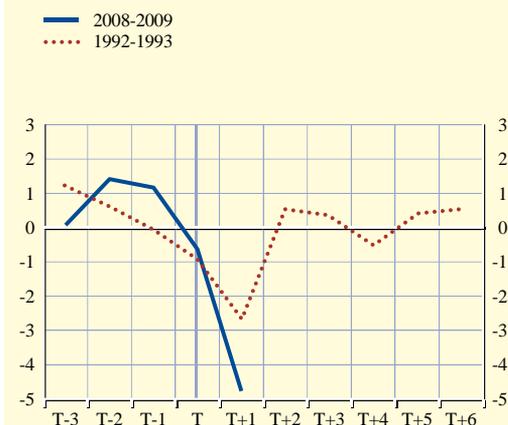
Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e sulla banca dati del modello *area-wide* della BCE descritto in Fagan G., Henry J. e Mestre R. (2005), "An area wide model for the euro area", *Economic Modelling*, vol. 22 (1), gennaio 2005, pp. 39-59.

Note: le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione dell'area dell'euro come definiti dall'*Euro Area Business Cycle Dating Committee* del Centre for Economic Policy Research (CEPR). L'indicatore del margine di profitto è calcolato sottraendo al deflatore del PIL il costo del lavoro per unità di prodotto. I profitti sono misurati in termini di margine operativo lordo.

1) Al netto del reddito dei lavoratori indipendenti.

Figura B Variazioni nelle stime dell'*output gap* in alcuni periodi di recessione dell'area dell'euro

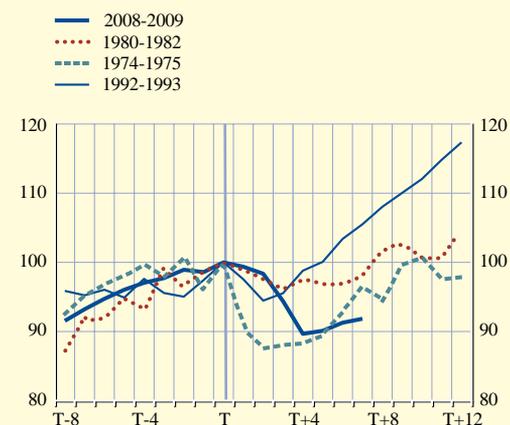
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonte: banca dati Ameco della Commissione europea.
Note: T sta a indicare l'anno in cui si è registrato il picco dell'attività economica che ha preceduto i rispettivi periodi di recessione in base alle datazioni del CEPR. I picchi dell'attività economica dell'area dell'euro si sono registrati nel primo trimestre del 1992 e nel primo trimestre del 2008.

Figura C Crescita dei profitti in termini reali durante i periodi di recessione dell'area dell'euro

(indice: valore massimo = 100)



Fonti: cfr. figura A.
Note: T sta a indicare l'anno in cui si è registrato il picco dell'attività economica che ha preceduto i rispettivi periodi di recessione in base alle datazioni del CEPR. I picchi dell'attività economica dell'area dell'euro si sono registrati nel terzo trimestre del 1974, nel primo trimestre del 1980, nel primo trimestre del 1992 e nel primo trimestre del 2008. I profitti nominali sono deflazionati utilizzando il deflatore del valore aggiunto.

del margine di profitto delle imprese dell'area dell'euro hanno subito cali considerevoli durante i precedenti periodi di recessione (indicati dalle aree ombreggiate). In secondo luogo, entrambe queste variabili si sono riportate sui livelli di crescita precedenti la recessione in modo relativamente rapido dopo la fine di quest'ultima. Nei due episodi dei primi anni ottanta e novanta, i profitti avevano già ripreso a salire a tassi a due cifre prima ancora che la recessione terminasse. In terzo luogo, esaminando la fine dei precedenti episodi di recessione e ipotizzando che quella attuale sia terminata a metà 2009, sembrerebbe che sia i profitti sia l'indicatore del margine di profitto siano andati diminuendo durante un lasso di tempo senza precedenti. Inoltre, nel 2009 il calo dei profitti è avvenuto a ritmi record.

I profitti delle imprese hanno una relazione stretta e di mutua dipendenza con l'attività economica aggregata²⁾, sebbene essi siano molto più volatili del prodotto e la loro relazione con il prodotto nazionale si sia indebolita nel tempo per via della globalizzazione³⁾. La flessione senza precedenti registrata dai profitti nel 2009 dovrebbe pertanto essere analizzata in relazione all'*output gap* che, in base alle misure disponibili, avrebbe subito nel 2009 variazioni negative maggiori rispetto alla recessione del 1992-93 (cfr. figura B). L'*output gap* misura il grado di utilizzo dei fattori produttivi nell'economia e fornisce un'indicazione della fase del ciclo economico e delle possibili pressioni inflazionistiche. Le limitazioni statistiche e l'elevata incertezza relative alle stime dell'*output gap*⁴⁾ andrebbero tenute in considerazione nel fare inferenza sulla

2) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato "Gli andamenti della quota dei profitti sulla produzione" nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.
3) Cfr. il riquadro "La volatilità e la dispersione fra paesi degli utili societari nell'area dell'euro" nel numero di ottobre 2007 di questo Bollettino.
4) Cfr. il riquadro "Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro" nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

base di questa grandezza. Ciò nonostante, è probabile che la presenza di *output gap* ampi e negativi limiti la capacità delle imprese di aumentare i prezzi di listino.

Al fine di fornire un'ulteriore analisi dell'andamento dei profitti successivamente ai periodi di recessione e di tenere conto delle differenze nei tassi di inflazione dei periodi analizzati, la figura C confronta l'evoluzione dei profitti in termini reali (deflazionati in base al deflatore del valore aggiunto lordo) prima e dopo il picco registrato dall'attività prima delle varie recessioni. Rispetto alle recessioni pregresse, nel 2008-2009 il calo dei profitti reali sembra essere stato inizialmente meno pronunciato, e successivamente più persistente. La contrazione dei profitti in termini reali nell'ultimo trimestre del 2009, ossia sette trimestri dopo il picco dell'attività registrato nel primo trimestre del 2008, è stata maggiore di quella osservata in ciascuno dei precedenti episodi di recessione. Tale andamento è riconducibile a vari fattori, fra cui in particolare il fatto che durante l'ultima recessione il calo nei compensi dei lavoratori sia stato finora meno marcato che nelle recessioni precedenti⁵⁾. La diminuzione dei profitti è inoltre collegata a una correzione meno pronunciata dell'occupazione rispetto ai passati rallentamenti congiunturali.

In prospettiva, il miglioramento delle condizioni della domanda e l'aumento congiunturale atteso della produttività nel contesto di un'evoluzione sottotono del mercato del lavoro dovrebbe favorire il proseguimento della ripresa dei profitti, in maniera sostanzialmente analoga a quanto osservato nelle precedenti fasi ascendenti del ciclo economico. I profitti dovrebbero inoltre continuare a beneficiare delle ristrutturazioni e delle misure di contenimento dei costi attuate dalle imprese dell'area dell'euro⁶⁾. Tuttavia, è probabile che la protratta presenza di un *output gap* ampio e negativo limiti ancora per qualche tempo la capacità delle imprese di aumentare i prezzi di listino e di ripristinare la profittabilità.

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

6) I risultati del Wage Dynamics Network dell'Eurosistema indicano che le imprese reagiscono soprattutto agli shock permanenti e inattesi della domanda (78 per cento degli intervistati) attraverso una riduzione dei costi (non salariali). Cfr. l'articolo *I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa* nel numero di febbraio 2009 di questo Bollettino.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Il tasso di crescita sui 12 mesi degli indicatori del costo del lavoro ha continuato a calare nel quarto trimestre del 2009, confermando la tendenza in atto dalla fine del 2008 (cfr. la figura 24 e la tavola 5).

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

La dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è scesa al 2,1 per cento nell'ultimo trimestre del 2009, dal 2,3 del terzo trimestre. Questo dato è ora sostanzialmente in linea con i tassi di variazione osservati nel periodo 2004-2007, ma risulta ancora relativamente elevato considerate le condizioni di debolezza del mercato del lavoro. Il livello relativamente elevato di questo indicatore riflette il fatto che esso include ancora varie retribuzioni negoziate nel 2008, allorché le condizioni sul mercato del lavoro erano molto più tese. Nondimeno, il recente calo conferma che la crescita delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro continua a trovarsi sul sentiero discendente intrapreso agli inizi del 2009. Le informazioni disponibili indicano che il tasso di variazione sui 12 mesi delle retribuzioni salariali potrebbe essere ulteriormente diminuito all'inizio del 2010.

L'Eurostat ha di recente pubblicato per la prima volta i dati sulle ore lavorate, che consentono di calcolare il compenso orario. Per effetto dei programmi di riduzione delle ore lavorate introdotti in vari paesi dell'area dell'euro, i dati pubblicati evidenziano che a cavallo fra il 2008 e il 2009 ha avuto luogo una forte riduzione (sui 12 mesi) delle ore lavorate per occupato. Queste hanno continuato a calare nella seconda metà del 2009, sebbene a un ritmo inferiore. In generale, una riduzione nelle ore lavorate è spesso accompagnata da una contrazione meno che proporzionale nelle remunerazioni, il che aiuta a spiegare le dinamiche osservate nei costi orari del lavoro e nei redditi per occupato.

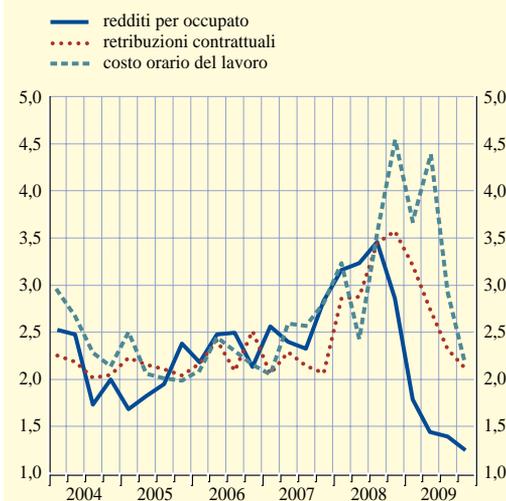
Nell'ultimo trimestre del 2009 la crescita annua del costo orario del lavoro è ancora diminuita in misura significativa, passando dal 3,0 per cento del terzo trimestre al 2,2, per cento, un tasso prossimo ai minimi storici osservati nel 2005. Tale decelerazione riflette principalmente il minor calo delle ore lavorate per occupato, in particolare nel settore dell'industria, dove la crescita dei costi orari del lavoro è scesa nel quarto trimestre all'1,4 per cento, dal 4,4 del trimestre precedente (cfr. figura 25).

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei redditi per occupato è ancora lievemente calato, all'1,2 per cento nel quarto trimestre, dall'1,4 del trimestre precedente. La forte riduzione delle ore lavorate per occupato alla fine del 2008 e agli inizi del 2009 aveva fatto divergere considerevolmente gli andamenti dei redditi misurati su base pro capite da quelli misurati su base oraria, in parte in conseguenza delle ragioni sopra menzionate. Tuttavia, i dati per l'ultimo trimestre del 2009 segnalano un marcato allentamento della riduzione delle ore lavorate per occupato, che ha smussato la divergenza fra le dinamiche pro capite e quelle orarie.

Il rallentamento della crescita dei redditi per occupato, unitamente a un ulteriore miglioramento della produttività, entrambi misurati su base pro capite, hanno indotto una nuova sostanziale decelerazione della crescita dei costi orari del lavoro. Nell'ultimo trimestre del 2009 il tasso di variazione sul periodo corrispondente di tali costi si è ridotto all'1,3 per cento, dal 3,4 del trimestre precedente, una differenza significativa se paragonata al picco di quasi il 6 per cento raggiunto nel primo trimestre dell'anno.

Figura 24 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Sull'orizzonte rilevante ai fini della politica monetaria l'inflazione armonizzata dovrebbe rimanere moderata. In linea con la lenta ripresa della domanda interna ed estera, ci si attende che le dinamiche complessive dei prezzi, dei costi e dei salari rimangano contenute.

I rischi per le prospettive dei prezzi restano sostanzialmente bilanciati e attengono, in particolare, all'evoluzione futura dell'attività economica e dei prezzi delle materie prime. Inoltre, gli aumenti dell'imposizione indiretta e dei prezzi amministrati potrebbero essere maggiori di quanto attualmente atteso, considerata la necessità di un risanamento dei bilanci negli anni a venire.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La seconda stima dell'Eurostat indica che nel terzo trimestre del 2009 l'attività economica nell'area dell'euro, dopo un periodo di bruschi cali, è cresciuta dello 0,4 per cento, sostenuta dalla ripresa in atto dell'economia mondiale, dai significativi interventi di stimolo macroeconomico e dalle altre misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema bancario, mentre nel quarto trimestre il PIL in termini reali è rimasto invariato. Gli indicatori disponibili, in particolare gli ulteriori dati positivi desunti dalle indagini tra le imprese, suggeriscono che la ripresa economica nell'area dell'euro si è protratta nei primi mesi del 2010, anche se potrebbe aver risentito di diversi fattori straordinari, fra i quali le condizioni meteorologiche avverse. L'espansione del PIL quindi avrebbe mantenuto un andamento discontinuo al volgere dell'anno, per cui è preferibile non soffermarsi sulla volatilità riscontrata su base trimestrale, ma confrontare i dati di crescita nell'arco di un semestre.

In prospettiva, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe continuare a un ritmo moderato nell'anno in corso, in quanto è probabile che il basso grado di utilizzo della capacità produttiva freni gli investimenti e le deboli prospettive 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. I rischi per tali prospettive permangono sostanzialmente bilanciati, in un contesto di incertezza.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

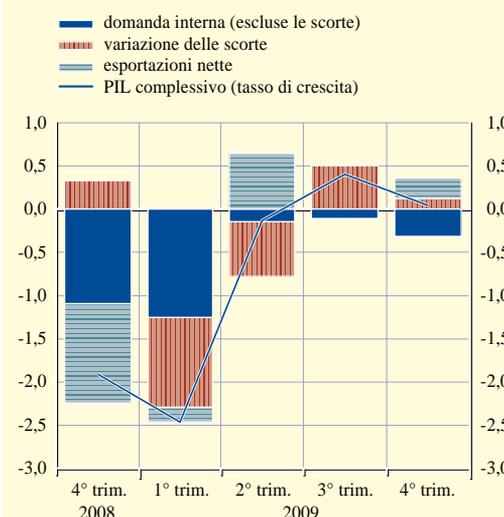
La seconda stima dell'Eurostat indica che nell'ultimo trimestre del 2009 il PIL in termini reali è rimasto stabile, a fronte di un incremento dello 0,4 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre (cfr. figura 26). Questa pausa nella dinamica del PIL conferma che la ripresa nell'area dell'euro potrebbe essere discontinua, dopo cinque trimestri consecutivi di contrazione del PIL tra il secondo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009. Gli indicatori disponibili segnalano una ripresa dell'attività economica nei primi mesi del 2010.

La seconda stima di Eurostat indica che la crescita trimestrale del PIL negli ultimi tre mesi del 2009 è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali. Questo ridimensionamento ha rispecchiato il contributo maggiormente negativo della domanda interna al netto delle scorte, quello meno positivo dell'interscambio netto e l'apporto lievemente positivo delle scorte.

Il contributo negativo della domanda interna al netto delle scorte, pari a -0,3 punti percentuali (contro il -0,2 della precedente stima), ha rispecchiato l'invarianza dei consumi privati e un calo degli investimenti e dei consumi pubblici. L'apporto maggiormente negativo della domanda interna rispetto alla prima stima è imputabile principalmente a una contrazione più pronunciata degli investimenti.

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

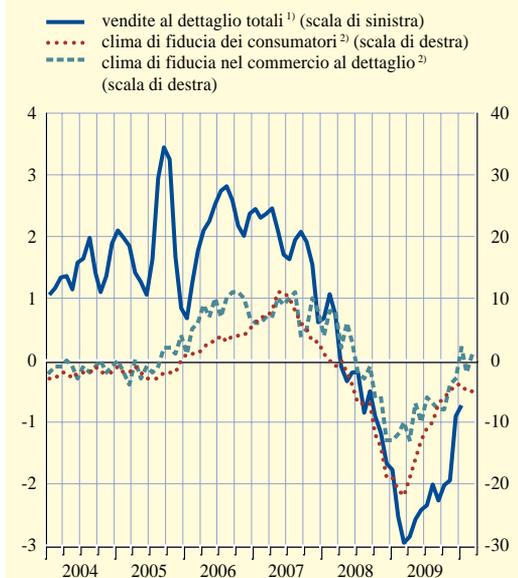
Nel quarto trimestre del 2009 i consumi privati sono rimasti invariati sul periodo precedente, dopo essere diminuiti dello 0,1 per cento nel terzo trimestre. La determinante fondamentale dello scarso dinamismo dei consumi negli ultimi trimestri è stata la protratta debolezza del reddito disponibile reale delle famiglie, che ha rispecchiato principalmente il calo dell'occupazione. Gli indicatori disponibili suggeriscono che la spesa per consumi è rimasta contenuta all'inizio del 2010. In gennaio le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,3 per cento sul mese precedente, dopo un incremento dello 0,5 in dicembre 2009 (cfr. figura 27), e in termini di media mobile a tre mesi sono calate dello 0,2 per cento, la stessa flessione registrata nell'ultimo trimestre del 2009. La contrazione delle vendite al dettaglio è stata nettamente più marcata, dell'1,2 per cento su base mensile, se si tiene conto delle immatricolazioni di autovetture, diminuite del 9,2 per cento in gennaio. In febbraio, tuttavia, le immatricolazioni sono aumentate del 2,7 per cento, segnando il primo incremento dall'ottobre 2009. Nonostante questo recente aumento, il calo complessivo delle immatricolazioni di autovetture dall'ultimo trimestre del 2009 conferma che gli effetti degli incentivi statali sono stati di fatto temporanei e che è in atto un'inversione di tendenza nelle immatricolazioni. Inoltre, il clima di fiducia dei consumatori, che era migliorato nel corso del 2009, è peggiorato nel febbraio 2010 ed è rimasto invariato in marzo, collocandosi su livelli inferiori alla sua media di lungo periodo. Nel complesso, i dati recenti indicano un'attenuazione dei consumi privati nel primo trimestre del 2010.

Negli ultimi tre mesi del 2009 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti su base trimestrale dell'1,3 per cento, dopo aver segnato un calo dello 0,9 per cento nel terzo trimestre. Rispetto alla prima stima, la dinamica degli investimenti è stata sensibilmente ridimensionata, di 0,5 punti percentuali. Gli investimenti si sono contratti 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 miglioramento, soprattutto in considerazione dei cali molto consistenti osservati durante la fase di flessione dell'economia. La scomposizione degli investimenti nell'ultimo trimestre del 2009 mostra che la loro flessione è stata ancora una volta determinata in larga misura dalla componente delle costruzioni, diminuita su base trimestrale dell'1,9 per cento, un tasso di contrazione più elevato rispetto a quello dei tre mesi precedenti. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono diminuiti dello 0,8 per cento nel quarto trimestre, mentre erano rimasti invariati nel terzo.

Per quanto concerne gli indicatori disponibili degli investimenti nell'area dell'euro all'inizio del 2010, in gennaio la produzione nel settore delle costruzioni è diminuita sul mese precedente del

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

(dati mensili)



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

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili 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.

2,2 per cento e del 3,0 in termini di media mobile a tre mesi, rispetto al 2,2 nell'ultimo trimestre del 2009. La contrazione in gennaio è stata particolarmente brusca in Germania, dove condizioni meteorologiche particolarmente avverse hanno inciso sull'attività nel settore. L'impatto negativo delle condizioni meteorologiche dovrebbe rientrare nella parte rimanente dell'anno, ma è probabile che l'effetto riduttivo influisca sui dati per il primo trimestre del 2010. Passando agli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, la produzione industriale di beni di investimento, un indicatore degli sviluppi futuri, è aumentata lievemente in gennaio rispetto all'ultimo trimestre del 2009. Gli investimenti, specie la componente dei beni diversi dalle costruzioni, dovrebbero migliorare ulteriormente nei prossimi trimestri, pur rimanendo su livelli complessivamente contenuti. Il riquadro 5 analizza le prospettive degli investimenti nell'area dell'euro nel breve periodo.

Per quanto riguarda gli andamenti dell'interscambio commerciale, la ripresa del commercio si è leggermente attenuata nell'ultimo trimestre del 2009, considerando che le esportazioni e le importazioni hanno segnato un incremento rispettivamente dell'1,9 e dell'1,3 per cento, mentre nel trimestre precedente avevano registrato tassi prossimi al 3 per cento. A causa del rallentamento più pronunciato delle importazioni, le esportazioni nette hanno contribuito positivamente (0,2 punti percentuali) alla crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2009. I dati recenti suggeriscono che agli inizi del 2010 la crescita degli scambi commerciali dell'area dell'euro è rimasta sostanzialmente stabile.

Le scorte hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL sul periodo precedente nel terzo trimestre e hanno fornito un apporto lievemente positivo anche nell'ultimo trimestre del 2009, dopo che la seconda stima dell'Eurostat ha rivisto tale contributo, portandolo dal valore nullo allo 0,1 per cento. In prospettiva, sia le indagini sia i riscontri aneddotici suggeriscono che il ritmo di decumulo delle scorte sta rallentando nell'area dell'euro. Di conseguenza, le scorte potrebbero fornire un contributo positivo alla crescita del PIL nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2010. L'entità del contributo, però, rimane altamente incerta poiché dipende dalla rapidità con cui la domanda si riprenderà e le imprese rivedranno le attese circa l'attività. Inoltre, sussiste un certo grado di incertezza statistica connesso al modo in cui vengono stimate le scorte.

Riquadro 5

GLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE, IL GRADO DI UTILIZZO DELLA CAPACITÀ PRODUTTIVA E LA DOMANDA

Gli investimenti dell'area dell'euro sono diminuiti sensibilmente durante la recente fase recessiva e hanno continuato a contrarsi, benché a un ritmo più moderato, dall'inizio della ripresa nella seconda metà del 2009. Il presente riquadro analizza le prospettive per gli investimenti dell'area dell'euro nel breve termine, tenendo conto del grado di utilizzo della capacità produttiva e delle prospettive della domanda.

Dall'inizio della recente recessione, nel secondo trimestre del 2008, la quota degli investimenti sul PIL nell'area dell'euro è calata di circa 2,5 punti percentuali. La figura A mostra che tale quota è diminuita in misura maggiore durante la recente recessione, ancorché da un livello più elevato, rispetto alla precedente, nei primi anni novanta¹⁾. Tuttavia, alla fine del 2009 la quota

1) Nei primi anni novanta la quota degli investimenti sul PIL è diminuita di 2,1 punti percentuali, dal valore massimo al minimo. Per un raffronto storico più dettagliato degli investimenti dell'area dell'euro durante le fasi di rallentamento economico, cfr. il riquadro 5 *Gli investimenti dell'area dell'euro durante l'attuale recessione* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino.

era a un livello comparabile con quello minimo toccato dopo la precedente recessione, circa il 20 per cento (cfr. figura A).

Per quanto riguarda il passato più recente, la figura B mostra i contributi delle componenti all'incremento del volume degli investimenti totali, a partire da un anno prima dell'inizio della recente recessione. La figura illustra che nella seconda metà del 2009 gli investimenti dell'area sono diminuiti principalmente per effetto di un calo degli investimenti nelle costruzioni, mentre le due componenti principali degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, ossia attrezzature e macchinari e mezzi di trasporto, sono rimaste pressoché invariate, dopo i forti cali registrati nell'anno precedente.

In questa fase della ripresa dell'attività economica, le prospettive per gli investimenti delle imprese dell'area dell'euro sono caratterizzate da un notevole grado di incertezza. L'esperienza storica mostra che dopo una crisi finanziaria il recupero degli investimenti non è altrettanto vigoroso come dopo una recessione non causata da una stretta creditizia, perché la ripresa delle spese in conto capitale in genere richiede maggiori finanziamenti esterni, che potrebbero non essere disponibili a fronte dell'inasprimento dei criteri per la concessione del credito²⁾. Allo stato attuale, i dati più recenti sulle aspettative di utili forniti dagli analisti dei mercati finanziari indicano un miglioramento, benché da un livello basso, delle prospettive per le capacità di finanziamento interno delle società non finanziarie dell'area dell'euro e probabilmente una minore necessità di ricorrere al finanziamento esterno per un dato livello di investimenti. Dall'inizio delle turbolenze finanziarie, tuttavia, le clausole e le condizioni per la concessione di crediti bancari alle società sono state sensibilmente inasprite. Anche se le indicazioni recenti mostrano che tale irrigidimento è venuto meno, è probabile che durante la ripresa economica permangano dei vincoli al credito bancario³⁾.

Un altro fattore che limita le prospettive per gli investimenti è l'emergere di un margine di capacità inutilizzata, che rispecchia il brusco calo della domanda alla luce dell'attuale capacità produttiva, come mostra lo stock di capitale. Poiché lo stock di capitale rappresenta l'accumulazione degli investimenti passati, si adatta lentamente alle variazioni dell'attività economica. La lentezza della risposta dello stock di capitale alle variazioni degli investimenti spiega in parte perché durante la recente recessione i risultati delle indagini sul grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero hanno segnalato un brusco calo (cfr. figura C). Tuttavia, dato che l'incorporazione dei beni di investimento nello stock di capitale richiede del tempo

Figura A Quota degli investimenti sul PIL

(valori percentuali)

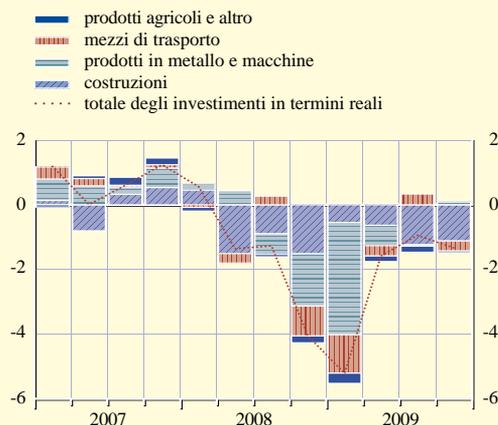


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e sulla banca dati dell'Area Wide Model (<http://www.eabcn.org/data/awm/index.htm>). La quota è calcolata in termini reali.

2) Cfr. l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.
3) L'indagine del gennaio 2010 sul credito bancario nell'area dell'euro indica che la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese è diminuita ancora rispetto al valore massimo raggiunto nella seconda metà del 2008 (64 per cento), pur rimanendo su un livello sostanzialmente neutro (al 3 per cento nel quarto trimestre del 2009).

Figura B Crescita trimestrale degli investimenti reali dell'area dell'euro e sue componenti

(variazioni percentuali e contributi sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre 2009.

Figura C Tasso di utilizzo della capacità produttiva

(valori percentuali)



Fonti: indagini presso le famiglie e le imprese della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

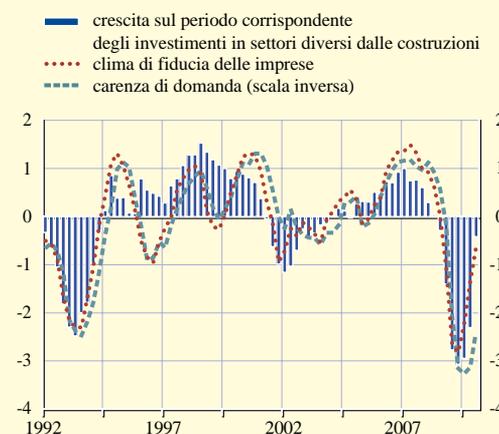
mentre lo stock esistente continua a deprezzarsi, è altamente probabile che il grado di utilizzo della capacità produttiva aumenti gradualmente nel tempo, anche se potrebbe rispondere più energicamente una volta che ci sia una ripresa della domanda.

Non sorprende rilevare che il rallentamento degli investimenti durante l'ultima recessione va ricondotto in larga misura a una riduzione della domanda complessiva. Anche se i dati delle indagini sul clima di fiducia del settore manifatturiero hanno segnato una ripresa nel secondo trimestre del 2009, i valori più recenti rimangono al di sotto della media di lungo periodo e le indagini della Commissione europea sui limiti alla produzione mostrano che la carenza di domanda è il fattore principale che limita la produzione (cfr. figura D).

In prospettiva, il basso costo in termini reali dei finanziamenti dovrebbe influire in senso positivo sugli investimenti delle imprese. Allo stesso tempo, considerato che le società sono impegnate nel risanamento dei bilanci, la crescente necessità di finanziamenti esterni potrebbe scontrarsi con l'inasprimento delle condizioni per la concessione del credito. Nel complesso, in un contesto caratterizzato da elevata incertezza e da prospettive di moderazione della domanda, è probabile che gli investimenti delle imprese dell'area registrino solo una lieve accelerazione nel breve periodo.

Figura D Indicatori recenti degli investimenti delle imprese

(dati standardizzati e corretti per la media dal 1° trim. 1992 al 4° trim. 2008)



Fonti: indagini presso le famiglie e le imprese della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.
Note: le serie riportate nella figura non hanno unità di misura in quanto i dati sono standardizzati. Per esempio, un +2 sta a indicare che il valore è superiore alla media di due deviazioni standard.

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

La seconda stima dell'Eurostat indica che la stabilità rispetto al periodo precedente del valore aggiunto in termini reali nel quarto trimestre del 2009 ha rispecchiato la sostanziale invarianza dell'attività nel comparto industriale e un lieve incremento dell'attività in quello dei servizi, mentre è proseguito il calo nel settore delle costruzioni. In particolare, la dinamica del valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) è diminuita dello 0,1 per cento su base trimestrale, dal 2,4 registrato nei tre mesi precedenti. Il valore aggiunto nei servizi è aumentato dello 0,2 per cento, segnalando che l'attività nel settore è migliorata solo marginalmente, dopo il ristagno nel trimestre precedente. Il valore aggiunto nelle costruzioni è diminuito dell'1,2 per cento, un tasso sostanzialmente in linea con le flessioni osservate nei tre precedenti trimestri dell'anno, ma nettamente inferiore al tasso registrato alla fine del 2008. Il riquadro 6 analizza gli andamenti dei vari comparti nella fase iniziale della ripresa congiunturale e valuta in che misura essi si sono discostati dagli andamenti nei precedenti periodi di ripresa.

Riquadro 6

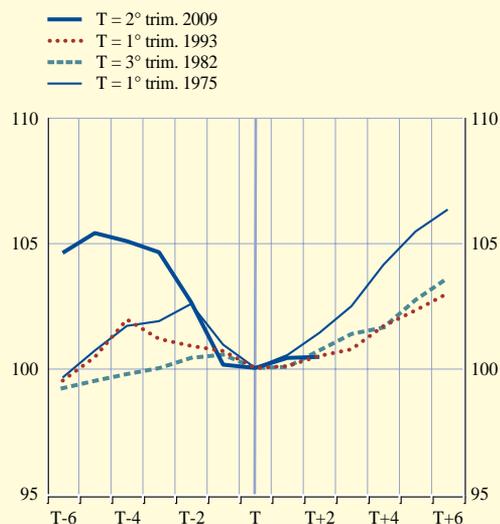
L'ATTUALE RIPRESA DELL'AREA DELL'EURO NEI VARI SETTORI ECONOMICI IN UNA PROSPETTIVA STORICA

Dopo la più grave recessione dalla Seconda guerra mondiale, il PIL dell'area dell'euro ha raggiunto il punto di svolta nel secondo trimestre del 2009 e da allora ha registrato un modesto recupero. Il presente riquadro esamina più da vicino gli andamenti del PIL dell'area dell'euro in questa fase iniziale della ripresa congiunturale e analizza la misura in cui questi sono comparabili a quelli dei precedenti periodi di recupero. Valuta poi come l'attività nei vari settori economici si è evoluta e ha contribuito all'andamento del PIL negli ultimi due trimestri, nonché individua le caratteristiche comuni e le differenze rispetto all'evidenza storica.

Nella figura A si confronta l'andamento del PIL nella fase iniziale dell'attuale ripresa fino al quarto trimestre del 2009 con quelli delle riprese successive alle tre precedenti recessioni dell'area dell'euro dal 1970, dove T indica i rispettivi livelli minimi. Essa mostra che, mentre il recupero del PIL sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2009 ha registrato fra i più alti tassi di crescita iniziali dopo i livelli minimi di una recessione, la stagnazione del dato nel quarto trimestre ha reso l'attuale miglioramento il più debole in questo stadio della ripresa, ancorché non si discosti di molto dall'intervallo delle esperienze passate. La figura, tuttavia, evidenzia anche il calo molto più netto del PIL nella recessione recente ri-

Figura A PIL dell'area dell'euro: confronto fra diversi periodi di ripresa

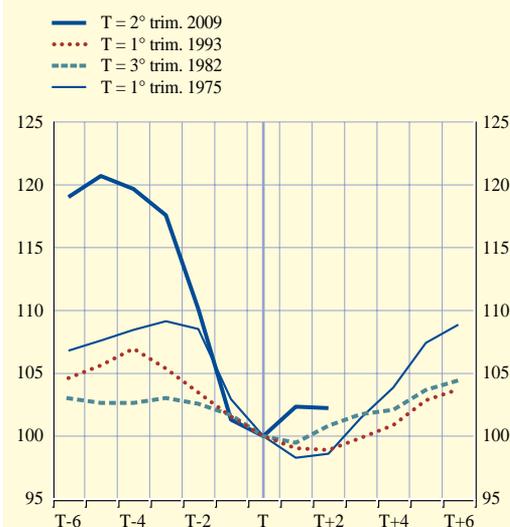
(indice: T = 100; T rappresenta il livello minimo del PIL)



Fonti: Eurostat, banca dati AWM ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Figura B Valore aggiunto del settore industriale (escluse le costruzioni) dell'area dell'euro: confronto fra diversi periodi di ripresa

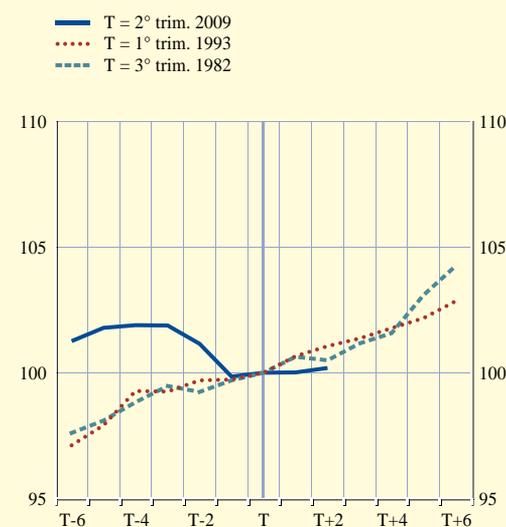
(indice: T = 100; T rappresenta il livello minimo del PIL)



Fonti: Eurostat, banca dati AWM ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: prima del 1980 i dati relativi al valore aggiunto dell'industria sono approssimati per i dati della produzione industriale (escluse le costruzioni).

Figura C Valore aggiunto del settore dei servizi dell'area dell'euro: confronto fra diversi periodi di ripresa

(indice: T = 100; T rappresenta il livello minimo del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

petto a quelle precedenti. Dal livello massimo al minimo, il PIL è sceso del 5,2 per cento nella recessione del 2008-2009, registrando una diminuzione oltre doppia rispetto a quella osservata nella seconda recessione più grave dal 1970. A fronte di questa flessione del prodotto durante la recessione, la ripresa dal livello minimo nel secondo trimestre del 2009 sembra molto modesta e il PIL si colloca attualmente su un livello di gran lunga inferiore rispetto a quello precedente alla recessione. Ciò mostra che, a differenza dei recuperi evidenziati dopo le passate recessioni dell'area dell'euro, quando il PIL si è riportato sul livello precedente all'evento nell'arco di qualche trimestre, la ripresa in atto potrebbe essere assai più lenta, come succede in genere nei periodi successivi alle crisi finanziarie¹⁾.

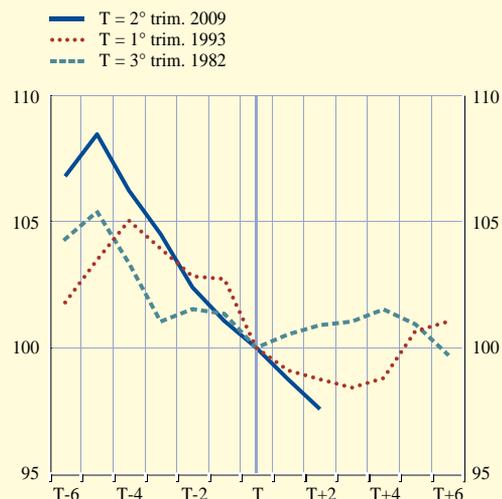
I passati periodi di ripresa hanno mostrato differenze ben definite nel profilo degli andamenti dell'attività fra i vari settori economici, connesse anche alle loro caratteristiche durante i precedenti rallentamenti (cfr. le figure da B a D). L'attività nel settore industriale altamente ciclico, che ha evidenziato le contrazioni più brusche nelle precedenti recessioni, ha segnato un netto recupero nelle riprese successive, sebbene solitamente con un ritardo di uno o due trimestri rispetto al livello minimo del PIL. Questo profilo temporale è connesso all'andamento dell'attività dei servizi (per i quali i dati sono disponibili solo dal 1980), che ha mostrato una crescita più lenta ma sostenuta durante le passate recessioni e ha riaccelerato moderata-

1) Cfr., per esempio, Claessens, S., M. Klose e M. Terrones (2008), *What Happens During Recessions, Crunches and Busts*, Working Paper dell'FMI, n. 274; il capitolo 3 del numero di aprile 2009 della pubblicazione dell'FMI *World Economic Outlook*; il capitolo 4 del numero di ottobre 2009 della pubblicazione dell'FMI *World Economic Outlook*; nonché l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino.

mente nelle fasi di ripresa successive. Dopo i livelli minimi del PIL questo maggior ritmo di crescita nel vasto settore dei servizi è stato sufficiente nelle passate riprese a sopravanzare l'impatto della perdurante, ancorché in calo, contrazione nel settore industriale, notevolmente più piccolo. Uno sfasamento temporale ancora maggiore nella ripresa dell'attività rispetto al PIL emerge per il settore, di dimensioni modeste, delle costruzioni (anche in questo caso i dati sono disponibili solo a partire dal 1980) nella ripresa successiva alla recessione del 1992-1993, quando l'attività ha continuato a ridursi per altri tre trimestri dopo che il PIL aveva raggiunto il livello minimo. Il miglioramento contestuale dell'attività nel settore delle costruzioni dopo la recessione del 1980-1982, tuttavia, evidenzia che non si tratta di una caratteristica comune nell'evoluzione dell'attività di questo comparto durante le fasi di ripresa.

Figura D Valore aggiunto del settore delle costruzioni dell'area dell'euro: confronto fra diversi periodi di ripresa

(indice: T = 100; T rappresenta il livello minimo del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Le figure mostrano anche che, a differenza delle riprese precedenti, il recupero del PIL finora è stato determinato dal miglioramento dell'attività industriale. Il valore aggiunto in questo comparto ha registrato un marcato aumento fino al quarto trimestre del 2009, in misura maggiore rispetto alla fase corrispondente delle precedenti riprese, e un recupero ancora più pronunciato nel settore industriale risulta dai dati sulla produzione industriale disponibili fino a gennaio 2010. A questo recupero ha concorso l'incremento della domanda mondiale, oltre al sostegno offerto dai piani statali (soprattutto gli incentivi alla rottamazione delle autovetture). Tuttavia, nonostante questa espansione, il livello dell'attività in questo settore è ancora significativamente inferiore al picco precedente alla recessione (15 per cento circa). Nelle passate riprese l'attività industriale era ritornata ai livelli anteriori alla recessione in un arco temporale solo lievemente superiore a quello in cui era calata. Anche se si tiene conto dei segnali favorevoli provenienti dagli indicatori congiunturali per l'attività industriale, sembra invece improbabile che tale dinamica possa ripetersi anche nell'attuale ripresa.

Un'altra caratteristica saliente dell'aumento dell'attività industriale nell'attuale ripresa è la concomitanza con la variazione del PIL. L'andamento è connesso alla straordinaria debolezza del valore aggiunto dei servizi sia nella recessione recente sia nella fase successiva. A differenza di quanto si è verificato nelle precedenti recessioni, quando aveva continuato ad aumentare, il valore aggiunto dei servizi si è considerevolmente ridotto in quella del 2008-2009, contribuendo così alla sua eccezionale gravità, ed è rimasto pressoché stabile da allora. L'attività dei servizi in questa occasione non è stata quindi in condizione di compensare il più lento calo dell'attività industriale alla fine della recessione e può essere isolata come la principale causa dell'attuale recupero del PIL piuttosto contenuto rispetto a quelli registrati in passato. La scomposizione per sottosettore rivela che all'origine dei risultati insolitamente deboli dell'attività di questo comparto sia nella recente recessione che nella successiva fase di ripresa vi sono i sottosettori dei servizi di mercato, ossia commercio e trasporti nonché servizi finanziari e alle

imprese: per i primi il valore aggiunto è rimasto sostanzialmente stabile dal secondo trimestre del 2009 e per i secondi è sceso addirittura oltre il livello del secondo trimestre del 2009. I servizi collettivi, invece, sono costantemente aumentati durante la recente recessione e i primi trimestri di ripresa, evidenziando un andamento assai simile a quello delle esperienze precedenti e costituendo così la seconda fonte di crescita in questa ripresa dopo il settore industriale. Nel complesso, la debolezza dei servizi rispecchia l'attuale modesta domanda interna. Gli indicatori congiunturali suggeriscono che l'attività dei servizi potrebbe recuperare terreno in misura assai lenta nel prossimo futuro.

L'andamento del valore aggiunto nelle costruzioni è stato ancora più negativo di quello del valore aggiunto nei servizi durante gli ultimi trimestri, pur beneficiando dei piani di sostegno pubblico. Esso mostra una perdurante contrazione anche dopo il minimo del PIL. Il confronto con gli andamenti nelle passate riprese evidenzia che, sebbene tale profilo non sia privo di precedenti, non si tratta di una caratteristica comune a tutti i periodi di ripresa. L'entità della flessione del prodotto nel settore delle costruzioni dal livello massimo precedente alla recessione supera anche in questo caso quella osservata nelle due recessioni precedenti. Nella ripresa successiva alla recessione del 1992-1993, la contrazione nell'attività delle costruzioni ha continuato ben oltre l'attuale stadio del rialzo del PIL e gli indicatori congiunturali suggeriscono che tale debolezza persisterà anche nella ripresa in corso.

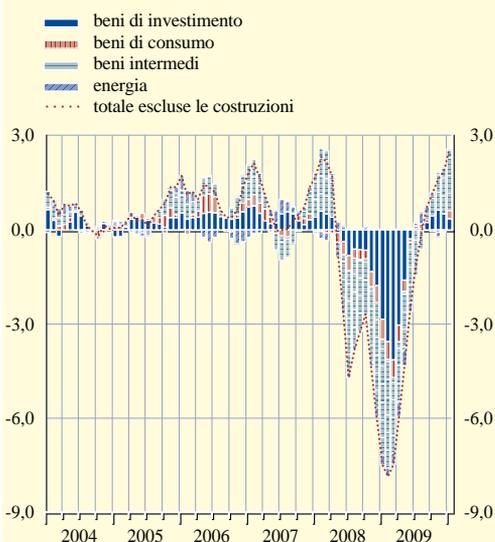
Il quadro complessivo presentato in questa fase iniziale della ripresa in atto è quindi quello di un recupero piuttosto contenuto e disomogeneo tra i vari settori economici. Mentre solo l'attività industriale ha finora segnato un recupero più rapido delle riprese precedenti e l'attività nel settore delle costruzioni ha continuato a contrarsi in una maniera relativamente simile alla ripresa successiva alla recessione del 1992-1993 ma con un'evoluzione più avversa di quella osservata nella fase successiva alla recessione del 1980-82, la quasi stagnazione del valore aggiunto nel settore dei servizi dimostra di essere la principale fonte di debolezza relativa dell'attuale incremento del PIL in una prospettiva storica. Tuttavia, una volta tenuto conto dell'entità delle precedenti flessioni del prodotto, finora la dinamica in tutti i settori economici sembra in confronto essere rimasta debole. Tale andamento della ripresa con protratti cali del prodotto è in linea con l'evidenza relativa ai profili delle riprese passate successive alle crisi finanziarie.

Riguardo agli andamenti nel primo trimestre del 2010, in gennaio la produzione industriale ha segnato una crescita dell'1,7 per cento sul mese precedente, un incremento nettamente superiore al livello medio nell'ultimo trimestre del 2009, che è stato rivisto al rialzo rispetto ai precedenti dati mensili (cfr. figura 28). Per contro, in gennaio i nuovi ordinativi nell'industria hanno segnato un calo dell'1,3 per cento, dopo la flessione dello 0,5 nel mese precedente, con una media mobile su tre mesi che è scesa all'1,5 per cento, pur rimanendo al di sopra della sua media storica prima della recessione.

I dati desunti dalle indagini congiunturali segnalano un'espansione dell'attività economica nel primo trimestre del 2010. In marzo l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è aumentato ulteriormente al di sopra di 56 (un valore superiore a 50 indica un incremento dell'attività nel settore), in seguito al recupero dell'indice della produzione manifatturiera, tornato sui livelli dell'estate del 2006. L'indagine PMI ha fornito anche indicazioni positive sui nuovi ordinativi, in quanto il relativo indice ha evidenziato un netto incremento. Per quanto riguarda il settore dei servizi, l'indice PMI per l'attività economica è aumentato ancora, dopo le flessioni registrate nei primi due mesi dell'anno, ed è tornato sul livello raggiunto alla fine del 2009 (cfr. figura 29). Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle della Commissione europea, corroborano i

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

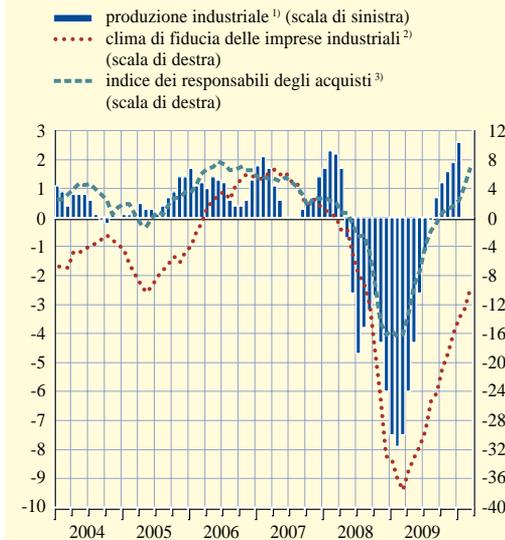
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

dati sul miglioramento del clima economico desunti dal PMI. In particolare, il clima di fiducia è migliorato nei settori industriale, delle costruzioni e del commercio al dettaglio, mentre è rimasto stabile in quello dei servizi.

MERCATO DEL LAVORO

I dati recenti hanno confermato che le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro si sono deteriorate ulteriormente, in quanto la dinamica dell'occupazione spesso risponde in ritardo alle oscillazioni del ciclo economico. La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'Eurostat indica che nell'ultimo trimestre del 2009 l'occupazione nell'area dell'euro è diminuita dello 0,3 per cento sul periodo precedente. I dati mostrano un deterioramento dell'occupazione meno pronunciato rispetto ai trimestri precedenti, quando il calo degli occupati era stato nettamente più elevato.

A livello settoriale, l'industria al netto delle costruzioni si conferma il comparto che ha contribuito maggiormente al calo dell'occupazione aggregata nell'ultimo trimestre del 2009, anche se con un tasso di contrazione pari all'1,1 per cento, in rallentamento rispetto all'1,7 segnato nel terzo trimestre. Il quarto trimestre è stato contrassegnato da un rallentamento del calo dell'occupazione nel settore delle costruzioni, pari allo 0,4 per cento, dopo una flessione dell'1,7 per cento nel trimestre precedente. Come nei trimestri precedenti, l'occupazione nel settore dei servizi è complessivamente variata di poco (-0,1 per cento sul periodo precedente), sebbene il valore aggregato celi differenze rilevanti a livello dei sottosettori. Dopo un relativo miglioramento nel trimestre precedente, l'occupazione nel commercio e nei trasporti alla fine dell'anno è diminuita di nuovo in misura consistente, dello 0,5 per cento rispetto allo 0,2 nel terzo trimestre del 2009, mentre la con-

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

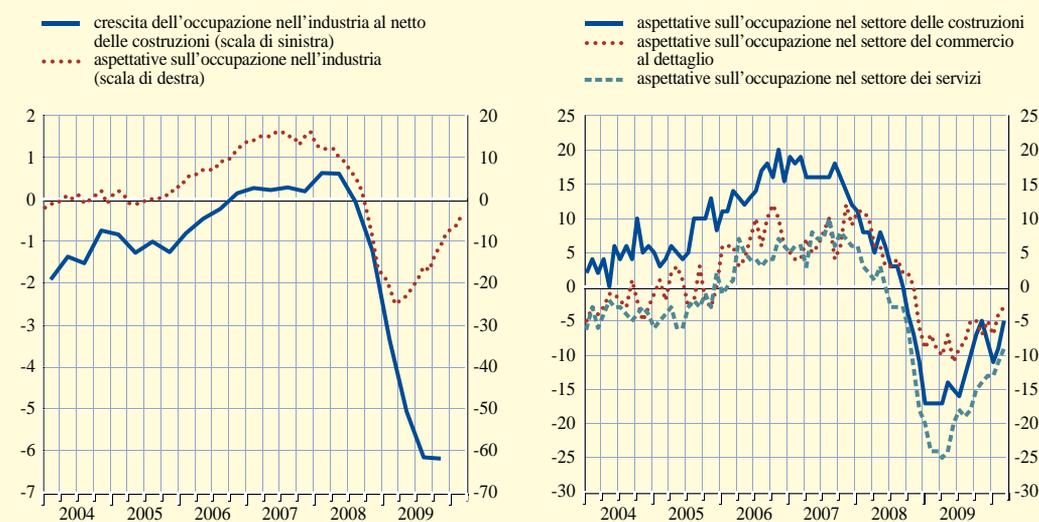
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

trazione dell'occupazione nei servizi finanziari e alle imprese ha mostrato un ulteriore significativo miglioramento, essendo pari allo 0,1 per cento, in rallentamento rispetto allo 0,5 per cento nel terzo trimestre (cfr. tavola 6 e figura 30). L'Eurostat inoltre ha pubblicato per la prima volta i dati trimestrali sulle ore lavorate nell'area dell'euro, che evidenziano i primi segnali di una crescita positiva delle ore lavorate totali dal giugno 2008. Il dato aggregato per l'area, che indica un incremento sul periodo precedente dello 0,2 per cento nell'ultimo trimestre del 2009, cela una perdurante riduzione delle ore lavorate totali nel settore manifatturiero, controbilanciata da una crescita più pronunciata delle ore lavorate nei servizi, specialmente in quelli finanziari e alle imprese, e nell'amministrazione pubblica.

Figura 30 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

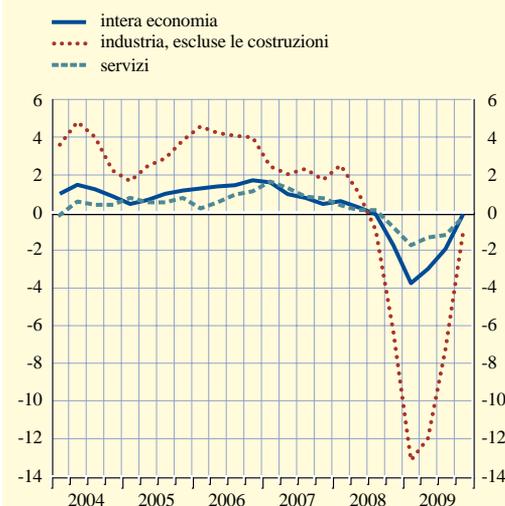


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

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

Figura 31 Produttività del lavoro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Insieme alla ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro, il calo degli occupati negli ultimi trimestri ha contribuito a segnare un rallentamento dell'andamento decrescente della produttività. Nell'ultimo trimestre del 2009 la produttività aggregata dell'area dell'euro (misurata in termini di prodotto per occupato) sul trimestre corrispondente è migliorata ulteriormente, essendo diminuita dello 0,1 per cento su base annuale, con un sostanziale miglioramento rispetto al calo dell'1,9 per cento nel trimestre precedente e alle contrazioni eccezionali osservate nella prima metà dell'anno (cfr. figura 31). La produttività per ora lavorata ha evidenziato un andamento simile e, in particolare, nell'ultimo trimestre del 2009 ha segnato il primo valore positivo (0,3 per cento) dal terzo trimestre del 2008.

Dopo una temporanea stabilità al volgere dell'anno, il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è salito in febbraio al 10,0 per cento, dal 9,9 in ognuno dei tre mesi precedenti (cfr. la figura 32), attestandosi al livello più elevato dall'agosto 1998. 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 nel 2009.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, il PIL nell'area dell'euro dovrebbe continuare a crescere a un ritmo moderato nell'anno in corso, in quanto è probabile che il basso grado di utilizzo della capacità produttiva freni gli investimenti e le deboli prospettive 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.

I rischi per tali prospettive permangono sostanzialmente bilanciati, in un contesto di incertezza. Per quanto riguarda i rischi al rialzo, è possibile che l'economia mondiale e il commercio con l'estero

registrino una ripresa più marcata del previsto e il miglioramento del clima di fiducia superi le aspettative correnti. 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 rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, interazioni negative più intense o prolungate del previsto fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del prezzo del petrolio e di altre materie prime, l'intensificarsi delle spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nei tre mesi fino al 7 aprile l'euro si è deprezzato del 5,3 per cento in termini effettivi nominali, scendendo ulteriormente al di sotto della media del 2009. Tale indebolimento è stato generalizzato.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 7 aprile il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 21 importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 5,3 per cento rispetto alla fine di dicembre e del 5,2 per cento rispetto alla media del 2009 (cfr. figura 33). Il deprezzamento dell'euro è stato generalizzato e accompagnato da un calo della volatilità implicita dei cambi bilaterali con le altre divise principali, soprattutto sugli orizzonti più lunghi.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Nei tre mesi fino al 7 aprile l'euro si è indebolito sul dollaro statunitense, riassorbendo in parte l'apprezzamento registrato nel 2009 (cfr. figura 34). Nello stesso periodo la volatilità implicita del tasso di cambio dollaro/euro è diminuita, soprattutto sugli orizzonti più lunghi, a indicare una lieve riduzione delle aspettative dei mercati per un ritorno a livelli più elevati di volatilità dei cambi (cfr. figura 34). Il 7 aprile l'euro è stato scambiato a 1,33 dollari, un valore inferiore del 7,4 per cento rispetto a fine dicembre e di circa il 4 per cento alla media del 2009.

YEN GIAPPONESE/EURO

Nei tre mesi fino al 7 aprile l'euro si è deprezzato sullo yen giapponese e il 7 aprile è stato quotato a 125 yen, un livello inferiore del 6,1 per cento a quello di fine dicembre e di circa il 4 per cento alla media del 2009. Nello stesso periodo di tre mesi la volatilità implicita del cambio yen/euro è diminuita, pur in presenza di considerevoli oscillazioni (cfr. figura 34).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

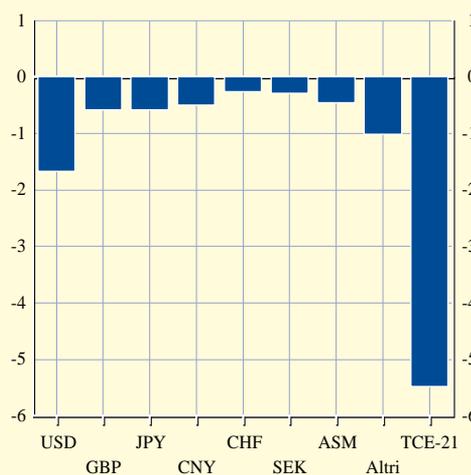
Nei tre mesi fino al 7 aprile le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 35). Il lat lettone è rimasto nella zona di

Figura 33 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni TCE-21²⁾
Dal 30 dicembre 2009 al 7 aprile 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.

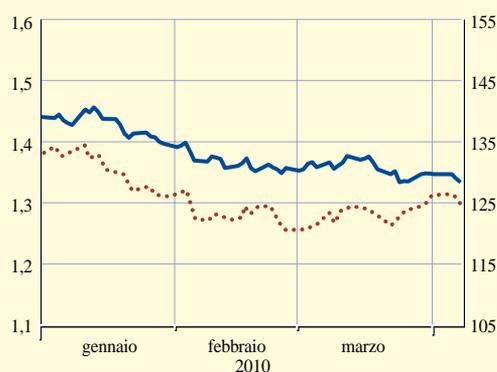
2) I contributi alle variazioni del TCE-21 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto 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.

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

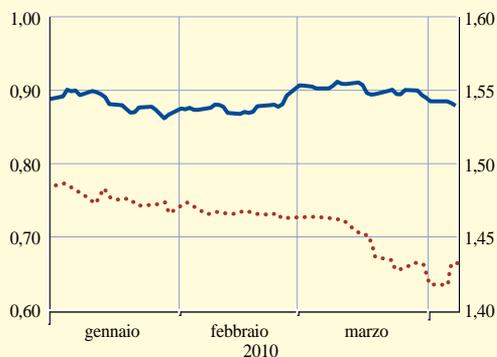
(dati giornalieri)

Tassi di cambio

— USD/EUR (scala di sinistra)
..... JPY/EUR (scala di destra)

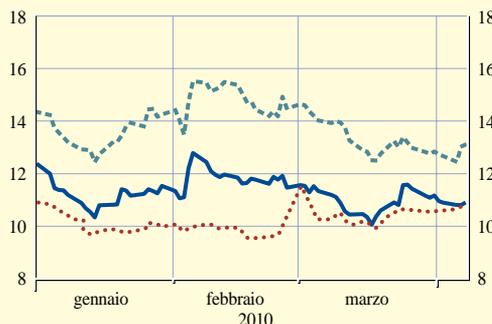


— GBP/EUR (scala di sinistra)
..... CHF/EUR (scala di destra)



Volatilità implicite dei tassi di cambio (tre mesi)

— USD/EUR
..... GBP/EUR
- - - JPY/EUR

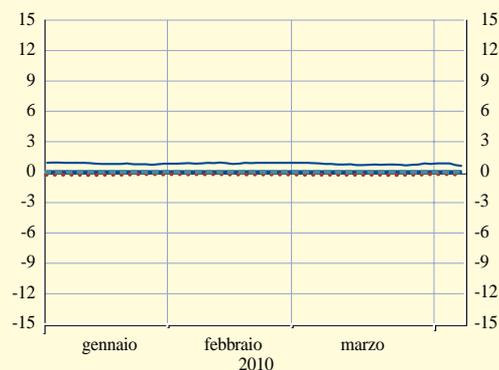


Fonti: Bloomberg e BCE.

Figura 35 Tassi di cambio negli AEC II

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

— EEK/EUR
..... DKK/EUR
- - - LTL/EUR
— LVL/EUR



Fonte: BCE.

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

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 considerati la moneta unica europea ha perso l'1 per cento su quella britannica e il 7 aprile era scambiata a 0,88 sterline. Nello stesso periodo il tasso di cambio sterlina/euro ha evidenziato una volatilità implicita in calo sugli orizzonti più lunghi, nonostante un aumento di quella a breve termine verso la fine di marzo (cfr. figura 34). L'euro si è deprezzato anche nei confronti delle valute di altri Stati membri dell'UE e soprattutto corona svedese e zloty polacco (rispettivamente del 5,6 e 6,5 per cento).

ALTRE VALUTE

Nei tre mesi fino al 7 aprile l'euro si è indebitato di circa il 3,5 per cento rispetto al franco svizzero, scendendo a 1,43 franchi, in seguito alla variazione nella comunicazione sulla politica valutaria da parte della Banca nazionale svizzera in dicembre. 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 deprezzato anche sulle divise dei principali produttori di materie prime, come il dollaro canadese (11,7 per cento), il dollaro australiano (10 per cento) e la corona norvegese (4 per cento).

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

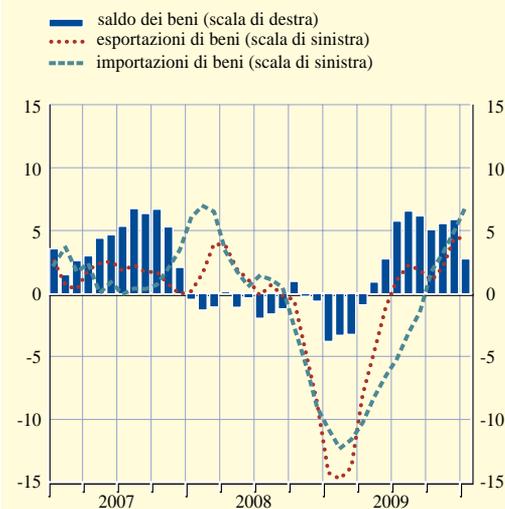
Nei tre mesi fino a gennaio l'interscambio con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi, con una crescita delle importazioni di beni più sostenuta rispetto a quella delle esportazioni. In gennaio il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area è sceso a 50,7 miliardi di euro (circa lo 0,6 per cento del PIL). Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino a gennaio gli afflussi netti per investimenti diretti e di portafoglio sono saliti nel loro insieme a 275,2 miliardi di euro. Tale andamento è da ricondurre ai minori flussi netti in uscita per investimenti diretti e ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nei tre mesi fino a gennaio l'interscambio commerciale con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a espandersi. In presenza di un recupero generalizzato dell'attività economica, le esportazioni di beni sono aumentate del 4,4 per cento rispetto al precedente periodo di tre mesi, riflettendo altresì il sostegno di fattori temporanei quali le azioni di stimolo fiscale e la svolta nel ciclo delle scorte all'esterno dell'area. Le importazioni hanno continuato a evidenziare una crescita maggiore, pari al 6,9 per cento (cfr. figura 36), dopo avere registrato un rallentamento più prolungato rispetto alle esportazioni e un incremento modesto nella fase iniziale di recupero dell'interscambio.

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

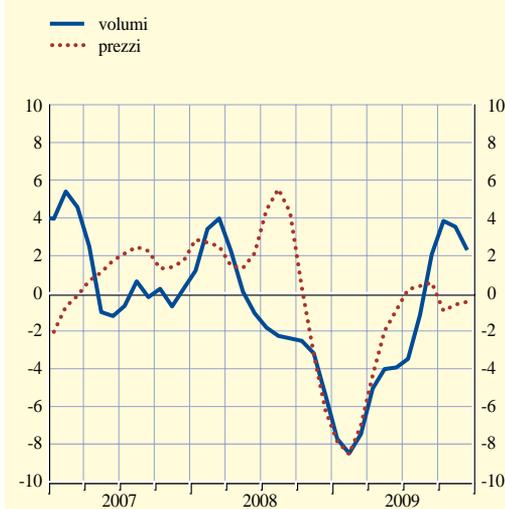
(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati mensili destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Figura 37 Scomposizione delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro in volumi e prezzi

(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

La scomposizione del valore delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro in volumi e prezzi, in base alle statistiche sul commercio estero dell'Eurostat, indica che la ripresa osservata verso la fine del 2009 ha riflesso principalmente una crescita dei volumi (cfr. figura 37). Questi ultimi sono stati a loro volta sorretti dalla domanda interna nell'area e dalla domanda di input importati indotta dalle esportazioni. I prezzi totali all'importazione, misurati dagli indici di valore unitario, sono rimasti relativamente stabili nonostante i rincari dei beni energetici importati.

Anche l'interscambio di servizi con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a espandersi nei tre mesi fino a gennaio: le importazioni e le esportazioni sono aumentate rispettivamente del 2,7 e 3,0 per cento nel confronto con i tre mesi precedenti (cfr. tavola 7), in linea con le evidenze di una ripresa dell'attività mondiale nel settore alla fine dell'anno.

La recente intensificazione della crescita di beni importati ha ridotto l'avanzo medio mensile nel conto dei beni dell'area dell'euro nei tre mesi fino a gennaio rispetto al periodo precedente. In

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati terminanti in				Dati cumulati sui 12 mesi terminanti in	
	2009 dic.	2010 gen.	2009 apr.	2009 lug.	2009 ott.	2010 gen.	2009 gen.	2010 gen.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	2,3	-8,1	-9,8	-0,8	-4,2	-2,1	-144,4	-50,7
Beni	4,3	-2,3	-0,9	5,8	5,1	2,8	-13,9	38,1
Esportazioni	112,6	113,2	105,1	106,3	107,3	112,1	1.548,0	1.292,4
Importazioni	108,3	115,5	106,0	100,5	102,3	109,3	1.561,9	1.254,3
Servizi	4,8	2,0	1,9	2,3	2,9	3,1	38,5	30,6
Esportazioni	40,2	39,1	39,3	38,1	38,1	39,3	507,7	464,4
Importazioni	35,4	37,0	37,4	35,8	35,2	36,2	469,2	433,8
Redditi	-1,7	-1,4	-2,9	-2,0	-3,0	-2,2	-72,0	-30,3
Trasferimenti correnti	-5,1	-6,5	-7,9	-6,9	-9,2	-5,8	-97,1	-89,2
Conto finanziario¹⁾	-11,3	5,6	12,1	-3,8	10,5	-2,1	176,7	50,0
Investimenti diretti e di portafoglio	49,5	-11,2	35,4	16,8	32,1	7,4	114,6	275,2
Investimenti diretti	1,7	-7,1	-9,8	-3,3	-9,0	-1,5	-188,2	-71,1
Investimenti di portafoglio	47,8	-4,2	45,2	20,2	41,1	8,9	302,9	346,3
Azioni	42,3	21,2	4,2	26,0	-5,1	17,3	-100,7	127,3
Strumenti di debito	5,5	-25,4	41,0	-5,9	46,2	-8,4	403,6	218,9
Obbligazioni e note	-5,7	-17,4	29,7	-12,3	22,3	-10,9	162,9	86,3
Strumenti del mercato monetario	11,2	-8,0	11,3	6,5	23,9	2,6	240,7	132,6
Net other investment	-63,3	10,0	-23,6	-24,0	-19,5	-23,6	87,3	-239,3
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	2,6	-0,3	-7,2	0,0	0,8	4,0	1,5	-14,5
Importazioni	2,5	6,1	-8,4	-4,9	0,9	5,8	5,1	-16,9
Beni								
Esportazioni	2,0	0,6	-8,1	1,1	1,0	4,4	1,2	-16,5
Importazioni	4,0	6,7	-10,3	-5,2	1,8	6,9	5,1	-19,7
Servizi								
Esportazioni	4,2	-2,8	-4,8	-2,9	0,1	3,0	2,6	-8,5
Importazioni	-2,0	4,6	-2,7	-4,2	-1,6	2,7	5,3	-7,5

Fonte: BCE.

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

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

termini cumulati su 12 mesi, tuttavia, l'avanzo dei beni è aumentato in gennaio (cfr. figura 38). Tale andamento, assieme al minore disavanzo dei redditi, ha fatto scendere ulteriormente il disavanzo cumulato su 12 mesi del conto corrente dell'area dell'euro in gennaio (a 50,7 miliardi di euro, corrispondenti a circa lo 0,6 per cento del PIL). Un minore avanzo nel conto dei servizi è stato quasi interamente compensato dalla riduzione del disavanzo nei trasferimenti correnti.

In prospettiva, gli indicatori disponibili segnalano una prosecuzione della ripresa delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area nel breve periodo. A marzo l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è salito al livello massimo dall'inizio dello scorso decennio. Anche le importazioni di beni dall'esterno dell'area dovrebbero aumentare ulteriormente, non da ultimo grazie alla domanda di input importati indotta dalle esportazioni. Tuttavia, poiché il recente recupero dell'interscambio mondiale e con l'esterno dell'area ha riflesso in parte l'impatto di fattori temporanei – quali ad esempio le azioni di stimolo fiscale e il sostegno del ciclo delle scorte – è prevedibile che il venir meno di questi ultimi si traduca in una lieve perdita di slancio.

CONTO FINANZIARIO

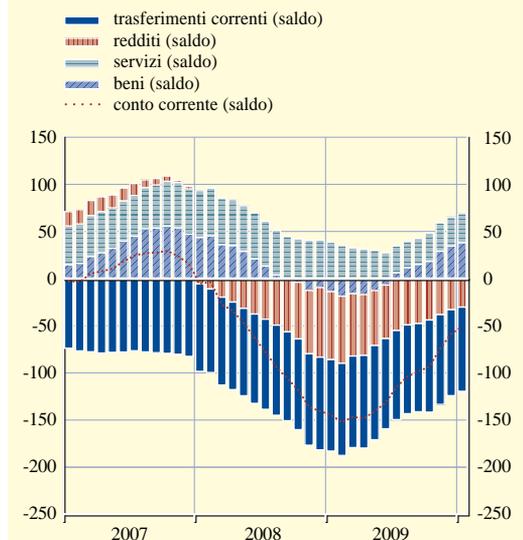
Nei 12 mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 275,2 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 114,6 miliardi di un anno prima (cfr. figura 39). Tale risultato rispecchia principalmente i minori deflussi netti per investimenti diretti, ascrivibili in larga parte alla crescita degli investimenti dei non residenti nell'area.

Inoltre nello stesso periodo nell'area dell'euro sono aumentati gli afflussi netti per investimenti di portafoglio. Ciò ha riflesso l'inversione di segno – da deflussi ad afflussi netti – dei titoli azionari, che è stata solo in parte compensata dai minori afflussi netti per strumenti di debito, in particolare strumenti del mercato monetario. Le preferenze per gli investimenti “rifugio” e le strategie di diversificazione a vantaggio di attività più liquide e meno rischiose si sarebbero ridimensionate nel corso del 2009, alla luce delle prospettive più favorevoli per l'economia mondiale e del miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari. Questo ha determinato una crescita degli acquisti netti di titoli azionari, soprattutto da parte di non residenti nell'area, e una decelerazione degli afflussi netti per strumenti di debito.

Nei 12 mesi fino a gennaio il conto finanziario dell'area dell'euro ha registrato nell'insieme afflussi netti inferiori rispetto a un anno prima (cfr. tavola 7), poiché l'aumento dei flussi netti in entrata per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio è stato più che compensato dal passaggio da afflussi a deflussi netti nella categoria degli “Altri investimenti”, composta principalmente da depositi e prestiti. Un importante fattore che spiega gli andamenti passati di questa categoria è costituito

Figura 38 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)

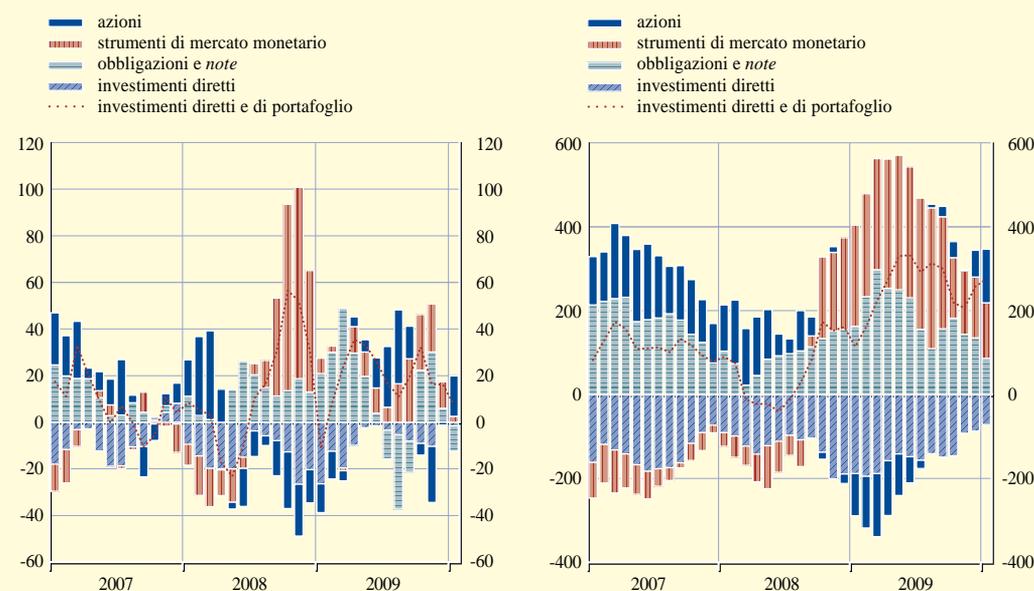


Fonte: BCE.

Figura 39 Principali componenti del conto finanziario

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

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



Fonte: BCE.

in particolare dal processo di riduzione della leva finanziaria avviato dalle banche di tutto il mondo all'acuirsi della crisi finanziaria nell'autunno del 2008. Il riquadro 7 analizza in maggiore dettaglio la dimensione internazionale di tale processo.

Per quanto concerne l'evoluzione più recente, nei tre mesi fino a gennaio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi mensili netti medi per 7,4 miliardi di euro, inferiori ai 32,1 miliardi del precedente periodo di tre mesi (cfr. figura 39). Il calo è principalmente riconducibile all'inversione di segno – da afflussi a deflussi netti – degli strumenti di debito.

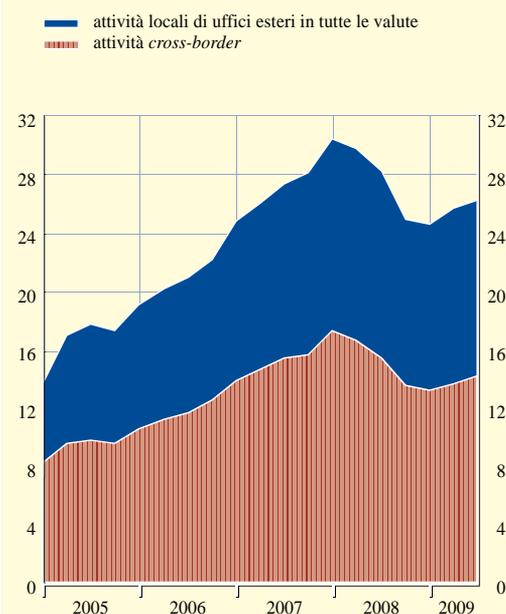
Riquadro 7

LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE DEL PROCESSO DI RIDUZIONE DELLA LEVA FINANZIARIA DA PARTE DELLE BANCHE

Un importante canale di propagazione internazionale della crisi finanziaria è costituito dalla consistente riduzione dei crediti sull'estero delle banche attive nei mercati finanziari mondiali. Allorché le turbolenze raggiungevano l'apice, le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto notevolmente la loro esposizione verso l'estero. La riduzione, da 30.400 a 24.900 miliardi di dollari statunitensi su base consolidata tra il primo e il quarto trimestre del 2008 (cfr. figura A), è ascrivibile per circa il 70 per cento alle attività sull'estero e per il restante 30 per cento alle attività sull'interno delle filiazioni estere. I crediti esteri si sono stabilizzati nel primo trimestre del 2009 e hanno successivamente registrato un parziale recupero nel secondo e nel terzo, salendo a 26.200 miliardi di dollari. Sebbene tale risultato sia in parte spiegabile con la debolezza della divisa statunitense, che ha sostenuto il valore in dollari

Figura A Attività estere di paesi dichiaranti alla BRI (attività locali e *cross-border*)

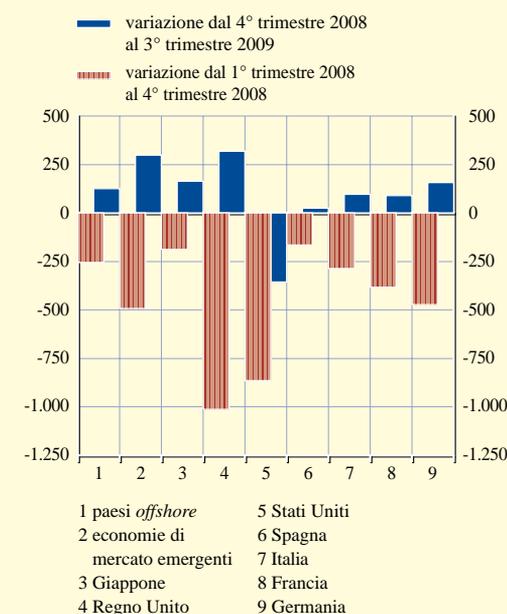
(consistenze in essere totali; trilioni di dollari; sulla base del paese del debitore finale)



Fonte: BRI.
 Note: dati consolidati; l'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre 2009.

Figura B Variazioni delle attività estere di paesi dichiaranti alla BRI nei confronti di alcune controparti geograficamente definite

(miliardi di dollari; sulla base del paese del debitore finale)



Fonte: BRI.
 Nota: dati consolidati.

delle attività sull'estero, la ripresa potrebbe anche indicare un allentamento delle precedenti forti tensioni.

In linea con la natura mondiale delle turbolenze finanziarie, il processo di riduzione del grado di leva e la recente ripresa dei crediti esteri delle banche hanno mostrato un elevato grado di sincronia tra paesi e interessato quasi tutte le principali economie sviluppate ed emergenti. Su base consolidata, tra il primo e l'ultimo trimestre del 2008 le attività verso gli Stati Uniti sono diminuite di 864 miliardi di dollari e quelle verso il Regno Unito di 1.000 miliardi (cfr. gli istogrammi rossi nella figura B). Il calo è stato consistente anche nei confronti dei paesi dell'area dell'euro, riflettendo in parte la caduta delle attività finanziarie all'interno dell'area. Da un punto di vista sistemico, la minore esposizione internazionale delle banche verso le economie emergenti è stata anch'essa particolarmente rilevante: le banche dichiaranti alla BRI hanno fatto ritirato quasi 500 miliardi di dollari. Si tratta di un dato significativo, se si considera che a marzo 2008 l'esposizione totale delle banche dichiaranti alla BRI verso questi paesi era di circa 4.000 miliardi di dollari. Dal quarto trimestre del 2008 è stata tuttavia osservata una ripresa notevole e generalizzata dei crediti esteri verso molti paesi a eccezione degli Stati Uniti, per i quali si registra un'ulteriore riduzione (cfr. gli istogrammi blu nella figura B).

La natura del processo internazionale di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche può essere valutata anche da un punto di vista settoriale. Secondo le statistiche più recenti,

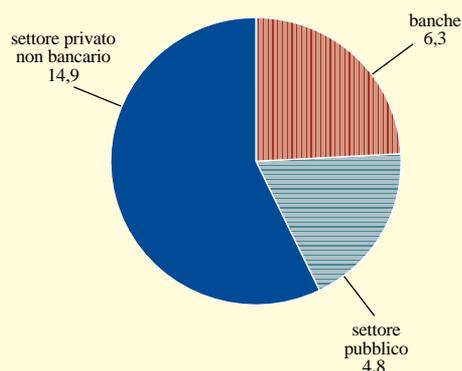
le banche dichiaranti alla BRI sono più esposte verso il settore privato non bancario (per 14.900 miliardi di dollari) e meno verso le altre banche e il settore pubblico (cfr. figura C). Tra marzo 2008 e settembre 2009 hanno ridotto la loro esposizione internazionale soprattutto ridimensionando i crediti esteri nei confronti di altre banche (per 2.500 miliardi) e del settore privato (per 2.200 miliardi). Hanno per contro accresciuto l'esposizione verso il settore pubblico (di 400 miliardi), riflettendo comportamenti di "fuga" verso investimenti sicuri in un contesto di sfavorevoli condizioni di mercato.

Parte del processo internazionale di riduzione della leva finanziaria da parte delle banche può essere considerata una necessaria correzione del rapporto prestiti/depositi, dopo diversi anni di rapida espansione del credito su scala mondiale. Il calo è altresì in linea con il forte rallentamento dell'attività economica osservato a livello internazionale. Un periodo prolungato di impieghi modesti verso l'estero potrebbe tuttavia segnalare una fase di debolezza generalizzata del settore bancario, con un possibile riflesso analogo nella disponibilità delle banche a erogare finanziamenti sull'interno.

In sintesi, l'economia mondiale ha visto un significativo ritiro del settore bancario dai mercati internazionali. Tale andamento ha riflesso la gravità delle turbolenze finanziarie, ma ha anche concorso a diffonderne l'impatto su scala globale. Esistono tuttavia segnali di un processo di stabilizzazione in corso, che potrebbe contribuire a migliorare le prospettive per la ripresa mondiale.

Figura C Attività estere dei paesi dichiaranti alla BRI suddivise per settore

(consistenze in essere totali; trilioni di dollari; settembre 2009)



Fonte: BRI.
Nota: dati consolidati.

GLI STRUMENTI PER LA FORMULAZIONE DELLE PREVISIONI DI INFLAZIONE A BREVE TERMINE DELL'AREA DELL'EURO



Per valutare l'evoluzione dell'inflazione nel breve periodo occorre individuare le relative determinanti e interpretarne la natura. In particolare, è opportuno stabilire se tali forze esercitano effetti solo temporanei o se è probabile che siano più persistenti e quindi rilevanti per la politica monetaria. All'interno dell'Eurosistema, le previsioni di inflazione a breve termine costituiscono la base per quelle di medio e più lungo periodo, sfruttando tempestivamente informazioni disaggregate e dettagliate che non sempre sono facili da incorporare in modelli macroeconomici strutturali più stilizzati. Il presente articolo esamina due strumenti di previsione a breve termine impiegati presso la BCE: il primo prevede la modellizzazione dei prezzi di settori specifici in maniera distinta per quanto concerne le rispettive determinanti macroeconomiche, mentre il secondo ricorre a un approccio integrato, consentendo anche l'interazione tra prezzi di settori diversi. Nel valutare le prospettive di breve termine per l'inflazione il controllo incrociato dei risultati ottenuti con strumenti diversi è avvalorato da un'analisi comparata delle previsioni ricavate dall'applicazione dei diversi modelli.

I INTRODUZIONE

L'obiettivo della politica monetaria dell'Eurosistema è di preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo. A causa dello sfasamento temporale con cui agisce la politica monetaria, è importante valutare e interpretare la natura delle forze che determinano l'inflazione in maniera tempestiva. Per questo motivo, le previsioni di inflazione a breve termine (che ai fini del presente articolo riguardano orizzonti temporali fino a un anno) costituiscono un elemento essenziale per il processo decisionale della politica monetaria. Per valutare l'evoluzione dell'inflazione nel breve periodo occorre individuare le relative determinanti e interpretarne la natura. In particolare, è importante stabilire se tali forze esercitano unicamente effetti temporanei sull'inflazione oppure se è probabile che siano più resistenti (per esempio, se vi è la possibilità che un rincaro dei corsi petroliferi inneschi pressioni inflazionistiche persistenti ripercuotendosi, oltre che sui prezzi al consumo dei beni energetici, anche indirettamente su altri prezzi al consumo e sui salari nominali).

La valutazione di breve periodo dell'inflazione dipende in misura considerevole dal giudizio degli esperti sulle sue specifiche componenti. Tuttavia, al fine di garantire coerenza nel valutare la relazione tra l'inflazione e le sue determinanti, tale giudizio dovrebbe essere suffragato da modelli ¹⁾. Presso la BCE sono stati sviluppati svariati strumenti di previsione per l'inflazione nel breve termine, finalizzati al

perseguimento di due obiettivi. Innanzitutto, essi devono consentire di tener conto in ogni momento del maggior numero possibile di informazioni disponibili sull'inflazione, come quelle sugli andamenti recenti e attesi delle sue principali determinanti, che dipendono potenzialmente da altre proiezioni per queste variabili oppure dalle attese del mercato, e delle misure di politica economica annunciate dai governi (ad esempio in materia di imposte indirette). In secondo luogo, devono fornire una valida interpretazione delle oscillazioni dell'inflazione nel breve periodo, come l'evoluzione delle singole componenti dello IAPC (alimentari freschi, alimentari trasformati, beni industriali diversi dai beni energetici, beni energetici e servizi). Ad esempio, le recenti oscillazioni dei prezzi del petrolio e delle materie prime alimentari dovrebbero avere un effetto almeno sull'andamento delle componenti dell'inflazione armonizzata relative ai beni energetici e ai prodotti alimentari.

Il presente articolo descrive alcuni strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine in uso presso la BCE. La prima sezione descrive il ruolo di tali strumenti, esaminando in particolare come questi concorrono all'analisi dell'andamento del-

1) Per maggiori dettagli sul ruolo dei modelli e dei giudizi nelle previsioni istituzionali, cfr. l'articolo *Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2008 di questo Bollettino e Fischer, B., M. Lenza, H. Pill e L. Reichlin (2009), "Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006", *Journal of International Money and Finance*.

l'inflazione elaborata dagli esperti della BCE nel contesto degli esercizi di previsione coordinati degli esperti dell'Eurosistema e della BCE. La sezione successiva esamina due approcci di previsione, uno dei quali è stato sviluppato più di recente. Si illustra poi l'impiego di questi strumenti nella pratica, al fine di evidenziare le problematiche insite nelle previsioni sull'inflazione a breve termine e le informazioni che si possono ricavare utilizzando diversi approcci di modellizzazione.

2 IL RUOLO DEGLI STRUMENTI PREVISIVI A BREVE TERMINE NEGLI ESERCIZI DI PREVISIONE

Al fine di cogliere la dinamica dei prezzi occorre prendere in considerazione un'ampia gamma di determinanti e interazioni fra variabili. Il principale vantaggio degli strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine risiede nel fatto che consentono di tener conto in maniera tempestiva di informazioni disaggregate e dettagliate sull'inflazione che non sempre sono facili da incorporare nei grandi e più stilizzati modelli macroeconomici strutturali (ad esempio le informazioni relative alle imposte indirette o ai prezzi amministrati). Questi modelli macroeconomici più strutturati sono in genere utilizzati come struttura portante per costruire proiezioni a medio termine, poiché incorporano informazioni, valutazioni e proiezioni ricavate da altri strumenti²⁾.

Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema sono prodotte congiuntamente da analisti della BCE e delle BCN dell'area dell'euro su base semestrale, a giugno e dicembre di ogni anno³⁾. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, prodotte in marzo e settembre, integrano questi esercizi dell'Eurosistema e utilizzano tecniche analoghe. Gli strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine sono utilizzati per aiutare a definire le prospettive di inflazione nel breve periodo nell'ambito di questi esercizi di previsione. Per questo motivo, gli strumenti sono utilizzati in generale per formulare previsioni condizionate, vale a dire previsioni di inflazione basate su dati storici e subordinate a un presunto andamento futuro di

una serie di determinanti economiche. Fra queste variabili condizionanti si annoverano, ad esempio, quelle riguardanti la finanza pubblica (la cui evoluzione è in parte nota in anticipo per effetto degli sfasamenti temporali di attuazione della politica di bilancio) e le ipotesi relative ai corsi petroliferi e ai tassi di cambio.

Gli "effetti base" svolgono in genere un ruolo importante per spiegare le prospettive di inflazione a breve termine espresse in tassi di variazione sui 12 mesi. Essi si verificano quando l'evoluzione del tasso di crescita sul periodo corrispondente di un indicatore economico dipende da un'influenza atipica che ha interessato la dinamica dell'indicatore stesso 12 mesi prima, anziché essere causata da andamenti più recenti. Negli ultimi due anni gli effetti base connessi ai prezzi dei beni energetici e alimentari hanno spiegato gran parte delle brusche oscillazioni dell'inflazione attesa ed effettiva misurata sullo IAPC⁴⁾.

Gli approcci delle previsioni a breve termine, sviluppati in seno alla BCE, sono spesso utilizzati per gli esercizi di scenario e di simulazione, nonché per aggiornamenti meccanici delle proiezioni negli intervalli tra gli esercizi previsivi trimestrali. Questo impiego "meccanico" degli strumenti implica la mancata applicazione del giudizio degli esperti per correggere i risultati esclusivamente basati sul modello. Gli esercizi di previsione, invece, comprendono spesso anche valutazioni specifiche degli esperti volte a cogliere elementi che non possono essere introdotti facilmente in un modello econometrico.

3 I DUE DIVERSI APPROCCI DELLA BCE

Gli strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine devono tener conto di una serie

2) Cfr. Fagan, G. e J. Morgan (a cura di) (2005), *Econometric models of the euro area central banks*, Edward Elgar Publishing.

3) Per maggiori dettagli sul processo di formulazione delle proiezioni, cfr. BCE, *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, giugno 2001.

4) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Effetti base e impatto sull'inflazione armonizzata nel 2010* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino.

potenzialmente molto ampia di determinanti e interazioni per cogliere la dinamica dei prezzi. Di conseguenza, sorge un problema di modellizzazione e stima in relazione alla difficoltà di individuare le interconnessioni tra tutte le variabili economiche rilevanti. Essenzialmente, occorre ridurre il numero dei parametri da stimare, dal momento che l'area dell'euro è stata istituita solo nel 1999 e spesso esistono statistiche armonizzate solo per un campione relativamente breve.

L'Eurosistema dispone di un'ampia gamma di tecniche di analisi delle serie storiche riguardanti l'inflazione che certamente non si limita agli approcci descritti nel presente articolo. A fini illustrativi e per brevità, la presente sezione analizza solo due degli approcci sviluppati presso la BCE che affrontano il problema di limitare l'incertezza di stima in due modi del tutto distinti. Il primo utilizza un modello ad equazioni singole e finora è stato il principale strumento di previsione per l'inflazione a breve termine utilizzato dalla BCE. Il secondo, un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (*Bayesian Vector Autoregression*, BVAR), è stato sviluppato più di recente e suggerisce nuove direttrici potenzialmente promettenti per cogliere una gamma più ampia di interazioni economiche e il relativo impatto sulle prospettive a breve termine per l'inflazione armonizzata.

3.1 LA MODELLIZZAZIONE DELLE PRINCIPALI COMPONENTI SETTORIALI DELLO IAPC

Un possibile approccio alle previsioni di inflazione consiste nella modellizzazione separata di ciascuna componente dello IAPC, un metodo che presuppone implicitamente che non vi siano interazioni tra le componenti. La ragione per adottare un metodo del genere risiede nel fatto che i metodi tradizionali, che modellano tutte le componenti in maniera simultanea, non migliorano le previsioni dell'inflazione aggregata per l'area dell'euro⁵⁾. Gli esperti della BCE hanno sviluppato sei equazioni⁶⁾, una per ciascuna componente principale dello IAPC (alimenti freschi, alimenti trasformati, beni energetici, beni industriali non energetici e servizi) più una

per l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) dei beni di consumo; quest'ultimo dato è poi inserito nelle equazioni delle principali componenti dello IAPC. Tutte le equazioni sono specificate in termini di tassi di variazione destagionalizzati sul mese precedente delle variabili⁷⁾. Le equazioni sono facilmente risolvibili poiché considerano poche variabili (quattro al massimo) tratte da tre vasti gruppi. Il primo è costituito da ipotesi relative al contesto esterno, riguardanti fra l'altro i prezzi del greggio e delle materie prime non petrolifere (compresi i prodotti alimentari) per i quali si utilizzano le quotazioni dei contratti *future* nell'orizzonte di previsione, nonché i tassi di cambio (sia il cambio euro/dollaro statunitense sia il tasso di cambio effettivo dell'euro), che si assumono costanti nell'orizzonte di previsione. Il secondo gruppo include ulteriori variabili desunte dalle informazioni disponibili su misure fiscali, come le variazioni dell'aliquota IVA. Infine, si ipotizza che i salari, il costo del lavoro per unità di prodotto e il PIL evolvano secondo le più recenti proiezioni macroeconomiche.

Queste equazioni sono utilizzate regolarmente per aggiornare le precedenti previsioni di inflazione, ma anche come punto di partenza per la discussione svolta all'inizio di ogni esercizio previsivo trimestrale. Esse presentano il vantaggio di offrire un modo semplice per interpretare le oscillazioni dell'inflazione, rendendo possibile la previsione dei suoi futuri andamenti subordinatamente alla specifica evoluzione attesa per le determinanti elenca-

- 5) Per una valutazione sull'accuratezza dei metodi di aggregazione delle previsioni, cfr. Hubrich, K. (2005), "Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by HICP component improve forecast accuracy?", *International Journal of Forecasting*, vol. 21(1).
- 6) Per maggiori dettagli sulle singole equazioni, cfr. Benalal, N., J.L. Diaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma e F. Skudelny (2004), *To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting*, Working Paper della BCE, n. 374. L'approccio descritto nel presente articolo e nel riquadro si basa su un aggiornamento dei metodi descritti in tale pubblicazione.
- 7) I dati dello IAPC utilizzati sono destagionalizzati per tener conto della regolare volatilità nelle serie che si verifica nel medesimo periodo dell'anno e in misura analoga. Cfr. anche il riquadro *Andamenti stagionali e variabilità dello IAPC dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 del Bollettino.

te in precedenza e consentendo di incentrarsi sull'eterogeneità delle sottocomponenti dello IAPC. Esse consentono anche l'inclusione di giudizi e altre informazioni. Tuttavia, l'assenza intrinseca di interazione tra le determinanti e in particolare tra le componenti dello IAPC può limitare la capacità del modello di cogliere il meccanismo di trasmissione di taluni prezzi ad altre componenti e all'inflazione complessiva. In particolare, l'indipendenza tra le componenti implica limitati "effetti indiretti" associati alle variazioni dei prezzi delle materie prime, mentre l'esogeneità delle ipotesi relative ai salari e al costo del lavoro per unità di prodotto limita la capacità dello strumento di cogliere "effetti di secondo impatto"⁸⁾. Questi effetti possono essere introdotti appositamente, attraverso l'inclusione del giudizio degli esperti. Tuttavia, la misura in cui il loro impatto persiste oltre l'evoluzione dell'inflazione nel brevissimo periodo sarebbe difficile da misurare senza uno

specifico modello strutturale. Inoltre, il ricorso a una serie di ipotesi esogene fa sì che il modello possa prevedere l'inflazione solo quando si dispone di un presunto andamento dell'intera serie di queste variabili.

Queste considerazioni hanno indotto uno sforzo volto a migliorare l'insieme degli strumenti di previsione a breve termine. Nella seguente sezione sono descritte alcune tecniche di modellizzazione alternative, mentre il riquadro sottostante illustra come le recenti oscillazioni dei prezzi delle materie prime alimentari e i relativi effetti sulle componenti dello IAPC abbiano suggerito delle aree di miglioramento per l'approccio con equazioni singole.

8) Per un approfondimento degli effetti dei corsi petroliferi sull'inflazione, cfr. l'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

Riquadro

LA MODELLIZZAZIONE DELLA TRASMISSIONE DEI RECENTI SHOCK SUI PREZZI DELLE MATERIE PRIME ALIMENTARI

Non è semplice elaborare modelli per la trasmissione dei prezzi delle materie prime alimentari all'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro. Ad esempio, l'indice delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari ricavato dalla serie di dati dell'Istituto per l'economia internazionale di Amburgo (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, HWWA), ampiamente utilizzato nelle analisi empiriche dell'andamento dei corsi delle materie prime, è stato significativamente più volatile dei prezzi degli alimentari dello IAPC. Una caratteristica essenziale dell'indice HWWA è che comprende solo prezzi quotati nei mercati mondiali. Tuttavia, per una serie di materie prime alimentari prodotte direttamente nell'UE (come carne, latte e cereali), i prezzi nei mercati internazionali sono stati in termini storici lievemente più bassi e molto più volatili di quelli osservati nell'UE. In larga misura, la differenza riflette l'esistenza della politica agricola comune (PAC) dell'UE, che tende ad attenuare la trasmissione di shock mondiali ai prezzi all'interno dell'UE attraverso meccanismi di prezzi di intervento, sostegno ai prezzi, dazi e contingenti all'importazione. La presenza della PAC potrebbe essere un importante motivo per cui, in passato, le quotazioni internazionali delle materie prime alimentari sembravano non essere strettamente connesse ai prezzi dei prodotti alimentari al dettaglio nell'area dell'euro¹⁾. Per controllare questo fattore, è possibile costruire e utilizzare un indice per le materie prime alimentari che combini i prezzi quotati nei mercati internazionali per gli alimentari che non sono soggetti ai prezzi di intervento della PAC (quali il cacao e il caffè) e i prezzi del mercato interno dell'UE per quelli che sono prodotti nell'UE (come frumento e latte). Questi ultimi dati possono

1) Cfr. il riferimento alla nota 6.

essere desunti da una serie compilata dalla Direzione generale dell'Agricoltura e dello sviluppo rurale della Commissione europea.

La figura confronta questo indice combinato con quello basato sui prezzi internazionali delle materie prime. Essa mostra che, mentre in termini storici le quotazioni internazionali delle materie prime hanno evidenziato una volatilità significativamente superiore rispetto a quelle del mercato interno dell'UE, i due indicatori sono stati più strettamente correlati negli ultimi due o tre anni, periodo in cui inizialmente si è osservata un'impennata e poi una correzione al ribasso delle quotazioni mondiali delle materie prime. L'osservazione è in linea con il concetto che la PAC fornisce un meccanismo di stabilizzazione per attenuare le variazioni dei prezzi qualora questi tendano a scendere al di sotto della soglia dei prezzi di intervento contemplati da tale politica. L'analisi condotta utilizzando i due indici suggerisce che la trasmissione degli shock nelle quotazioni internazionali delle materie prime ai prezzi al consumo nell'area dell'euro è frenata dalla presenza della PAC. La PAC svolge un ruolo importante nel determinare il grado di trasmissione dei prezzi delle materie prime alimentari ai prezzi al consumo ed è molto importante tenerne conto ai fini delle previsioni.

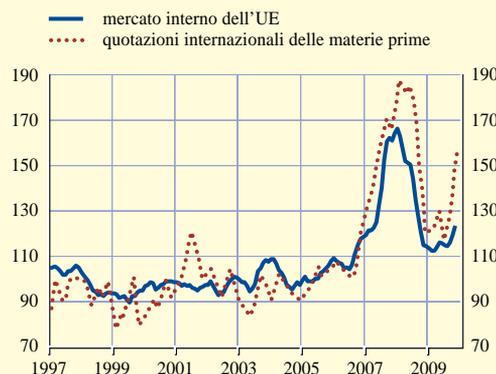
Nel complesso, è stato difficile spiegare la recente volatilità dei prezzi degli alimentari compresi nello IAPC sulla base degli strumenti di previsione dell'inflazione a breve termine esistenti, anche quando si consideravano variazioni inaspettate nelle ipotesi condizionanti per le materie prime alimentari. Questo perché in tali modelli è limitata la sensibilità dell'insieme dei prezzi degli alimentari compresi nello IAPC alle variazioni delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari, come quelle comprese nell'indice HWWA. Tuttavia, una volta inseriti nel quadro i prezzi di intervento della PAC, un modello semplice di trasmissione è in grado di spiegare la maggior parte delle variazioni dei prezzi degli alimentari nello IAPC osservate negli anni recenti.

3.2 UN APPROCCIO PIÙ INTEGRATO ALLA MODELLIZZAZIONE DELLE COMPONENTI DELLO IAPC

Di recente è stato sviluppato un approccio alternativo alla modellizzazione dell'andamento a breve termine dell'inflazione che, attualmente in fase di collaudo in tempo reale, affronta la difficoltà di individuare le interconnessioni tra tutte le variabili economiche rilevanti. Lo scopo generale di questo approccio è di costituire un modello che integri le componenti e le determinanti dell'inflazione descritte in precedenza, in modo da ridurre l'esigenza del giudizio degli

Indici delle materie prime alimentari

(indice: 2005 = 100)



Fonti: Commissione europea, HWWA ed elaborazioni della BCE.

esperti per cogliere le interazioni tra le variabili. In particolare, l'obiettivo è stato conseguito attraverso un modello BVAR ampio che coglie l'interazione tra variabili senza fare ipotesi troppo restrittive⁹⁾. Sebbene i modelli BVAR siano usati da qualche tempo a fini previsivi, si è mostrata la tendenza a valutarli solo per un numero ristretto di variabili al fine di evitare la prolife-

9) Per maggiori ragguagli, cfr. Giannone, D., M. Lenza, D. Momferatou e L. Onorante, *Short-term inflation forecasting: A Bayesian VAR approach*, Discussion Paper del CEPR, n. 7746, marzo 2010.

razione di parametri da stimare. È solo in tempi recenti che tali tecniche si sono dimostrate applicabili a dataset molto grandi¹⁰.

La novità dell'approccio descritto in questi paragrafi rispetto alle equazioni singole è che, pur utilizzando la stessa serie di variabili, il modello BVAR tiene conto di una gamma più ampia di interazioni tra le sottocomponenti e le determinanti dell'inflazione armonizzata¹¹. Esso può anche fornire una distribuzione statistica per le proiezioni, rendendo più facile valutare l'incertezza che le caratterizza. Oltre a consentire le interazioni fra variabili e componenti, come approfondito nelle sezioni seguenti, il modello BVAR può essere utilizzato per il calcolo delle previsioni, vale a dire previsioni subordinate a particolari ipotesi relative al futuro andamento di specifiche variabili nel modello. In alternativa, lo strumento può essere impiegato per generare proprie previsioni per queste variabili e quindi fornire previsioni di inflazione "incondizionate".

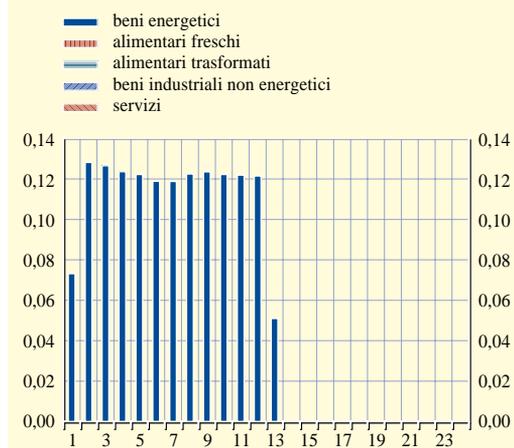
4 L'IMPIEGO DEGLI STRUMENTI DI PREVISIONE DELL'INFLAZIONE NELLA PRATICA

Per mostrare come gli strumenti descritti nella sezione 3 possono essere utilizzati nella pratica, si riportano due esercizi illustrativi e puramente meccanici. Va notato che, a differenza delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, questi esercizi escludono qualsiasi giudizio degli esperti.

Il primo esercizio mostra come un incremento dei corsi petroliferi si trasmette alle componenti dello IAPC. Esso illustra i meccanismi attraverso cui gli shock si propagano nei diversi modelli ed evidenzia in che modo e in che misura i diversi strumenti colgono le conseguenze di shock specifici nel breve termine, ma anche potenzialmente nel più lungo periodo, fornendo così prospettive per l'inflazione verso il medio termine. La figura 1 riporta i risultati ottenuti con il modello ad equazioni singole, mentre la figura 2 quelli conseguiti

Figura 1 Modello a equazioni singole – effetti di un incremento del 10% dei corsi petroliferi sull'inflazione armonizzata

(contributi in punti percentuali al tasso di incremento sui 12 mesi dello IAPC)



Fonte: BCE.

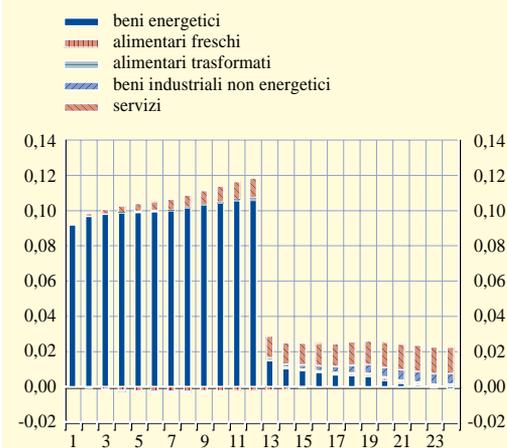
con il modello BVAR. Le figure rilevano gli effetti di un incremento *una tantum* del 10 per cento dei corsi petroliferi sui tassi di inflazione sui 12 mesi (asse delle ordinate) su un orizzonte temporale fino a 24 mesi (asse delle ascisse). Si reputa che un orizzonte di 24 mesi, più lungo della definizione di orizzonte a breve termine utilizzato nel presente articolo, mostri la capacità delle diverse tipologie di modello di cogliere gli effetti persistenti degli shock economici e quindi di misurarne la rilevanza per la politica monetaria. Per ciascun mese, l'effetto dell'inflazione complessiva misurata sullo

10) In Doan, T., R. Litterman e C. Sims (1984), "Forecasting and conditional projection using realistic prior distribution", *Econometric Reviews*, vol. 3, si descrive la prima applicazione delle tecniche bayesiane nel contesto della stima VAR, mentre in Bańbura, M., D. Giannone e L. Reichlin, "Large Bayesian VARs", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25(1), si dimostra come si possono utilizzare le tecniche bayesiane per trattare dataset molto grandi.

11) In tale contesto, le tecniche bayesiane sono utilizzate per ridurre l'errore di stima combinando un semplice modello *a priori* che non richiede stime con il modello più complesso che consente invece una serie completa di interazioni tra l'inflazione e le sue determinanti. Si suppone che il modello semplice sia un *random walk* con *drift*, che esclude dinamiche complesse e la correlazione incrociata tra variabili poiché ad ogni istante ciascuna di queste dipende solo da una costante, dal suo primo ritardo con coefficienti pari a uno e da un disturbo stocastico.

Figura 2 BVAR – effetti di un incremento del 10% dei corsi petroliferi sull'inflazione armonizzata

(contributi in punti percentuali al tasso di incremento sui 12 mesi dello IAPC)



Fonte: BCE.

IAPC è scomposta nei contributi ponderati ¹²⁾ delle cinque componenti ¹³⁾.

In entrambi i modelli, si può osservare che, al momento dell'impatto, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC aumenta in misura lievemente inferiore a 0,1 punti percentuali, con un contributo interamente imputabile ai prezzi dei beni energetici. Tuttavia, la successiva propagazione dell'aumento dei corsi petroliferi presenta nette differenze tra i due approcci. Nella simulazione basata sulle singole equazioni, l'impatto sull'inflazione sui 12 mesi si esplica solo attraverso i prezzi dei beni energetici, raggiunge un livello massimo dopo un mese e scompare dopo poco più di un anno in ragione degli effetti base. Nel modello BVAR, l'impatto diretto dell'aumento dei corsi petroliferi attraverso i prezzi dei beni energetici è assai simile a quello rilevato con il modello ad equazioni singole, scomparendo in larga misura dopo tredici mesi. Tuttavia, il meccanismo di trasmissione più complesso consentito dal modello BVAR è riscontrabile nella reattività delle componenti dei beni industriali non energetici e dei servizi. Questi contributi aumentano lungo l'orizzonte temporale con la progressiva trasmissione dello shock delle quotazioni petrolifere, a causa dei maggiori costi dei

beni energetici (effetti indiretti) e dell'impatto esercitato dall'aumento dei salari riconducibile all'incremento iniziale dell'inflazione misurata sullo IAPC (effetti di secondo impatto). Alla fine dell'orizzonte di proiezione l'impatto sui prezzi dei beni energetici è scomparso, ma il contributo dei beni industriali non energetici e dei servizi persiste attestandosi a circa 0,02 punti percentuali ¹⁴⁾.

In termini di impatto diretto degli shock sui corsi petroliferi, l'approccio BVAR è ampiamente in linea con i risultati di altri modelli utilizzati sia all'interno che all'esterno dell'Eurosistema ¹⁵⁾. Va osservato, tuttavia, che le implicazioni degli effetti indiretti e di secondo impatto possono essere lievemente maggiori in modelli strutturali più ampi, dotati di migliori strumenti per cogliere la dinamica a medio e più lungo termine ¹⁶⁾. Nondimeno, lo scopo di questa illustrazione è di mostrare come il modello BVAR sia in grado di cogliere le interazioni tra diverse componenti dei prezzi. In sintesi, il modello BVAR differisce dall'approccio a equazioni singole perché, oltre a cogliere la trasmissione dello shock dei corsi petroliferi attraverso l'effetto diretto sui prezzi dei beni energetici, tiene anche conto degli effetti indiretti e di secondo impatto che si rispecchiano in altre componenti dello IAPC e nella dinamica salariale. Questo esempio mostra che il miglioramento degli strumenti per le previsioni dell'inflazione può aiutare a interpretare con maggior precisione la dinamica delle variabili nominali.

12) I contributi sono ponderati secondo i pesi attribuiti alla spesa per consumi delle cinque componenti dello IAPC complessivo.

13) L'impatto di una variazione dei corsi petroliferi è qui analizzato solo nel contesto dei modelli descritti nel presente articolo. Nell'ambito dell'Eurosistema è utilizzata una serie molto più ampia di strumenti per analizzare l'impatto dei corsi petroliferi sull'attività e sull'inflazione al consumo.

14) Nella figura 2 si può rilevare anche un lieve contributo degli alimentari freschi, ma trascurabile e privo di rilevanza economica, poiché risulta che i prezzi degli alimentari freschi sono sostanzialmente neutrali rispetto alle variazioni dei corsi petroliferi nel contesto del modello BVAR.

15) Cfr. il riferimento alla nota 8.

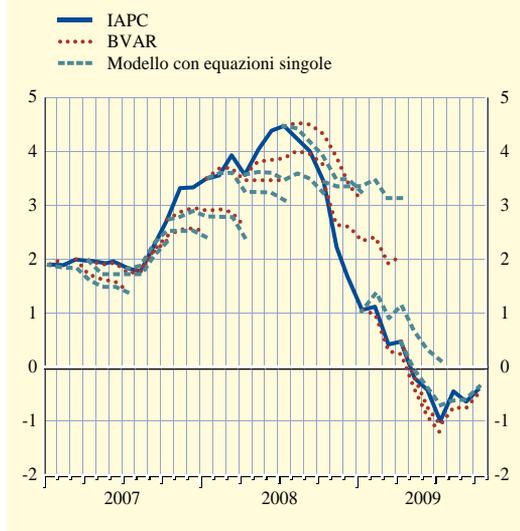
16) Cfr. il riferimento alla nota 2. Potrebbero inoltre esserci non linearità nella relazione tra corsi petroliferi e inflazione, che potrebbero indurre un'amplificazione dell'impatto dei corsi petroliferi sui prezzi al consumo quando il livello dei corsi petroliferi è superiore a una determinata soglia.

Il secondo esercizio illustra come i diversi modelli possono essere utilizzati per analizzare i recenti andamenti economici. Anche in questo caso occorre notare che le previsioni prodotte nel contesto del presente esercizio forniscono un esempio illustrativo e non corrispondono ad alcuna proiezione particolare della BCE o dell'Eurosistema. Innanzitutto, la figura 3 confronta le previsioni puramente meccaniche derivate dal modello a equazioni singole e quelle ottenute con il modello BVAR, soggette a una serie standard di ipotesi macroeconomiche elencate in dettaglio nella sezione 3.1 e relative a un'ampia gamma di variabili macroeconomiche¹⁷⁾. Essa riporta il tasso effettivo dell'inflazione armonizzata sui 12 mesi dal gennaio 2007 all'ottobre 2009 (linea continua blu), insieme alle previsioni corrispondenti al modello a equazioni singole (linea tratteggiata blu petrolio) e a quelle BVAR condizionate (linea tratteggiata rossa). In ciascun caso, sono riportate le previsioni su un orizzonte da uno a sei mesi, sulla base delle informazioni che sarebbero state disponibili all'inizio di ciascuna previsione.

L'inflazione armonizzata sui 12 mesi dell'area dell'euro negli ultimi due anni ha evidenziato variazioni comprese tra il -0,7 e il 4 per cento, mostrando così una variabilità alquanto maggiore rispetto agli anni precedenti dall'avvio dell'UEM. Una prima osservazione è che nessuno dei due modelli ha previsto con accuratezza il rialzo dell'inflazione nel 2007 né il calo nel 2008. Ciò suggerisce che i punti di svolta dell'inflazione costituiscono una sfida per i responsabili delle previsioni, poiché l'accuratezza di tutti i modelli peggiora in prossimità di tali punti¹⁸⁾. Inoltre, mentre le previsioni sono piuttosto simili nel 2007, in media nel 2008 e nel 2009 quelle ricavate dal modello BVAR sono più vicine al tasso di inflazione osservato. Questo potrebbe suggerire che è importante prendere in considerazione l'interazione tra determinanti e sottocomponenti dello IAPC. Tuttavia, il modello ad equazioni singole sembrerebbe fornire occasionalmente proiezioni sull'inflazione più accurate. Come già detto, ciò suggerisce l'utilità di un controllo incro-

Figura 3 Previsioni per lo IAPC basate sul modello BVAR condizionato in tempo reale e sul modello a equazioni singole

(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonti: Eurostat e BCE.

ciato tra i vari strumenti quando si valutano le prospettive a breve termine per l'inflazione.

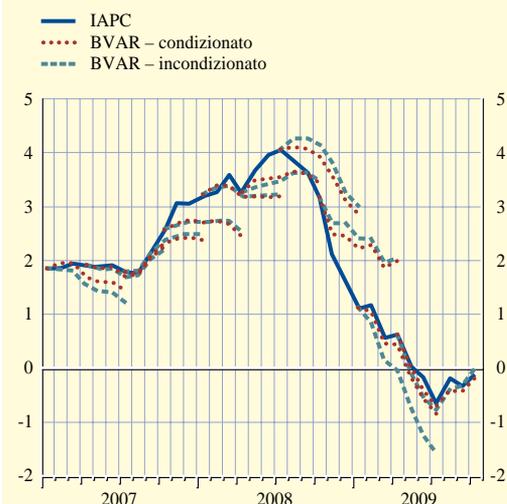
Tutte le previsioni nella figura 3 sono proiezioni, vale a dire previsioni soggette a una serie standard di ipotesi macroeconomiche. Un'altra opzione, tuttavia, è di produrre previsioni incondizionate, che non ipotizzano alcun andamento futuro particolare delle specifiche variabili. Una delle ragioni per produrre proiezioni anziché previsioni incondizionate è che i responsabili delle previsioni possono sfruttare informazioni utili disponibili circa il futuro (per esempio, quando le manovre fiscali sono appro-

17) Ai fini di questo esercizio, gli andamenti futuri ipotizzati per i salari e il costo del lavoro per unità di prodotto sono ricavati utilizzando il modello BVAR.

18) Il punto di svolta a metà 2009 costituirebbe un'eccezione dal momento che è stato colto tempestivamente da tutti i modelli. Tuttavia, gli andamenti che lo hanno contraddistinto sono ascrivibili in particolare a effetti base poiché la marcata flessione dei corsi petroliferi nel corso della seconda metà del 2008 è fuoriuscita dal calcolo dei tassi dell'inflazione armonizzata sui 12 mesi. Tali effetti base sono colti automaticamente da tutti i modelli descritti in questa sede. Infatti, proprio sulla base di essi, questo punto di svolta è stato previsto accuratamente con largo anticipo (cfr. il riquadro *Andamenti recenti e futuri dell'inflazione armonizzata: il ruolo degli effetti base* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino).

Figura 4 IAPC e previsioni basate sul modello BVAR condizionato e incondizionato in tempo reale

(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonti: Eurostat e BCE.

vate ma non ancora attuate, come nel caso dell'aumento dell'IVA in Germania nel 2007).

Al fine di illustrare questo punto, la figura 4 raffronta due tipi differenti di previsioni: le previsioni incondizionate ricavate dal modello BVAR (linea tratteggiata blu petrolio) e quelle condizionate ricavate dal modello BVAR (linea tratteggiata rossa), che tiene conto della futura evoluzione di tutte le variabili comprese nella serie standard di ipotesi macroeconomiche ¹⁹⁾.

La figura 4 suggerisce che i risultati delle previsioni incondizionate e condizionate sono, nella maggior parte dei casi, molto simili. Tuttavia, l'applicazione di condizioni sembra talvolta produrre previsioni più prossime alle rilevazioni effettive, suggerendo un valore aggiunto insito nelle ipotesi condizionanti ²⁰⁾. In ultima istanza, i vantaggi apportati dall'applicazione di condizioni in termini di accuratezza delle previsioni dell'inflazione a breve termine dipenderanno dal fatto che le variabili condizionanti si possano prevedere con una certa accuratezza al di fuori del modello in questione. Se questo è il caso, allora il ricorso a ipotesi sviluppate all'esterno del modello tenderanno

ad accrescere la precisione delle proiezioni sull'inflazione.

5 CONCLUSIONI

I modelli di previsione a breve termine forniscono un quadro di riferimento che consente una valutazione tempestiva dell'evoluzione dell'inflazione nel prossimo futuro. Tali strumenti servono a distinguere gli effetti di oscillazioni temporanee e permanenti nell'inflazione di breve periodo e possono quindi fornire indicazioni sulla probabile evoluzione dell'inflazione nel medio termine. Per questo motivo, lo sviluppo di tali strumenti può apportare un contributo significativo all'analisi a sostegno della conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi nel medio periodo. Sebbene fattori quali gli effetti base, che possono talvolta svolgere un ruolo importante nel delineare i tassi di inflazione sui 12 mesi, siano relativamente semplici da cogliere, la dinamica dell'inflazione può risentire di un'ampia gamma di determinanti e interazioni. Le previsioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosystema e della BCE sono ottenute mediante un ampio ventaglio di strumenti, che costituiscono un quadro di riferimento atto ad assicurare la coerenza dell'evoluzione delle previsioni di inflazione e delle sue determinanti e incorporano la valutazione degli esperti, consentendo così di cogliere informazioni, meccanismi e caratteristiche di cui i modelli non possono tenere conto per via dei loro limiti intrinseci. Il presente articolo ha passato in rassegna due di questi strumenti sviluppati presso la BCE: un approccio a equazioni singole già in uso, comprendente alcune considerazioni specifiche per le componenti dei prodotti alimentari e dei beni

19) La figura 4 si incentra sul modello BVAR perché, per produrre previsioni incondizionate, il modello utilizzato deve essere in grado di produrre da solo un andamento futuro per tutte le variabili nel sistema. Ciò non è possibile per le singole equazioni, che presuppongono che tali determinanti dell'inflazione siano esogene.

20) Per ragioni di brevità, le figure si concentrano solo sull'esperienza recente. Per un'analisi più formale e approfondita a sostegno della valutazione in termini di previsioni dei modelli descritti nel presente articolo, cfr. il riferimento di cui alla nota 9.

energetici, e un modello BVAR ampio, sviluppato di recente e attualmente in fase di collaudo in tempo reale.

I modelli presentati in questo articolo vanno considerati complementari. Sarebbe inopportuno ricorrere esclusivamente a uno qualunque dei metodi o approcci di modellizzazione; infatti, l'esperienza pratica suffraga l'impiego simultaneo di vari modelli e il controllo incrociato di

ciascuno di questi con gli altri. A fronte di tale contesto, gli esperti della BCE rivedono costantemente le tecniche disponibili per la previsione a breve termine. Fra gli altri promettenti approcci attualmente in esame vi sono l'impiego di modelli a fattori e lo sviluppo di metodi che consentono di combinare i risultati di modelli diversi di previsione a breve termine per l'inflazione al fine di fornire una valutazione più accurata delle relative prospettive.

MISURE A SOSTEGNO DEL SETTORE FINANZIARIO ADOTTATE DAI GOVERNI DELL'AREA DELL'EURO



Le misure di ampio respiro adottate dai governi dell'area dell'euro a sostegno del settore finanziario hanno avuto un ruolo fondamentale ai fini della gestione della crisi finanziaria scoppiata a metà del 2007 e intensificatasi dopo il fallimento di Lehman Brothers. Questo articolo descrive le misure adottate dai governi per contenere l'impatto della crisi sul settore finanziario ed esamina le possibili strategie di rientro. Sebbene sia principalmente incentrato sulle misure attuate nell'area dell'euro, l'articolo propone un confronto con quelle attuate nel Regno Unito e negli Stati Uniti. La risposta alla crisi nelle tre aree economiche considerate presenta varie analogie, sia in termini di strumenti, sia di ambiti di intervento. Tuttavia, sussistono altresì alcune importanti differenze, non solo fra l'Unione europea e gli Stati Uniti, ma anche all'interno dell'Unione europea.

I INTRODUZIONE

La crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007 ha tratto origine nel mercato ipotecario statunitense. Il forte aumento dei casi di morosità e di pignoramento aveva palesato il grado di surriscaldamento del mercato degli immobili residenziali e provocato un'improvvisa battuta d'arresto dell'attività di prestito *subprime*. I mercati della cartolarizzazione si erano congelati, le banche si erano viste costrette a reintegrare nei propri bilanci le attività detenute da società veicolo e la fiducia sui mercati della raccolta era evaporata. La crisi si era propagata rapidamente all'interno del settore finanziario, contagiando altre economie industrializzate ed emergenti.

Le banche centrali avevano risposto alla crisi incipiente iniettando liquidità nel sistema finanziario¹⁾. All'inizio della crisi, le misure da loro adottate consistevano in tradizionali operazioni di mercato condotte al di fuori del normale calendario o per importi di liquidità maggiori, al fine di mantenere i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine in prossimità di quelli ufficiali. Allorché tali misure si erano rivelate insufficienti ad attenuare le pressioni dal lato della raccolta, le banche centrali avevano introdotto modifiche ai rispettivi assetti operativi²⁾. Inoltre, le principali autorità monetarie avevano condotto alcuni interventi in maniera coordinata³⁾. Questo spirito di cooperazione trovava riscontro in un comunicato congiunto con cui le autorità annunciavano che avrebbero fornito liquidità a più lungo termine e concluso accordi temporanei di *swap* per ottenere liquidità in valuta estera da convogliare al settore finanziario⁴⁾.

Nel momento in cui la crisi di liquidità è apparsa trasformarsi in una crisi di insolvenza che minacciava la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso, i governi sono ricorsi a tradizionali interventi di salvataggio mirati a singole istituzioni. Queste prime misure di sostegno dirette a singole banche consistevano in linee di credito a favore di istituti dissestati e in fusioni finalizzate al salvataggio.

Il 15 settembre 2008 il tracollo di Lehman Brothers provocava un cataclisma nel sistema finanziario internazionale. Da un lato l'avversione al rischio e il clima di diffidenza fra gli operatori finanziari provocavano il prosciugamento dei mercati della raccolta, dall'altro i timori per la solvibilità delle società finanziarie pregiudicavano gravemente anche la fiducia dei depositanti.

Le autorità di governo si sono trovate costrette ad agire rapidamente per mantenere in fun-

- 1) Le misure intraprese possono essere generalmente suddivise in convenzionali e non convenzionali. Tuttavia, tale distinzione assume significati diversi per le varie banche centrali, a causa delle differenze in termini di tradizioni, assetti e strutture del sistema finanziario.
- 2) Tali modifiche comprendevano, fra l'altro, aste più frequenti, l'aumento del volume delle operazioni di rifinanziamento, l'offerta di fondi a più lungo termine, cambiamenti nelle procedure d'asta, l'ampliamento della gamma di attività stanziabili in garanzia, acquisti definitivi di attività e l'introduzione di programmi di liquidità per intermediari non bancari.
- 3) Successivamente alle azioni coordinate intraprese nel dicembre del 2007, le banche centrali del G10 hanno continuato a lavorare in stretta collaborazione e a consultarsi regolarmente in merito alle pressioni sulla liquidità presenti nei mercati di raccolta.
- 4) Maggiori dettagli sull'attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema in risposta alle tensioni del mercato finanziario sono contenuti nell'articolo intitolato *L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007* nel numero di luglio del 2009 di questo Bollettino.

zione i propri sistemi finanziari. In Europa, a seguito del vertice straordinario dei paesi dell'area dell'euro tenutosi a Parigi nell'ottobre del 2008, i governi dell'UE hanno adottato misure coordinate di sostegno volte ad allentare le tensioni sui sistemi bancari. Considerato il ruolo chiave che le banche ricoprono nell'area dell'euro quali fornitrici di fondi alle imprese e alle famiglie, tali misure sono state mirate primariamente al settore finanziario, mentre nelle economie caratterizzate dalla prevalenza del finanziamento tramite il mercato, come gli Stati Uniti, sono state adottate anche misure di sostegno creditizio diretto⁵⁾. I governi europei hanno integrato l'ampio sostegno di liquidità offerto dalla BCE a partire dall'estate del 2007: hanno fornito garanzie alle nuove emissioni di obbligazioni bancarie e innalzato i massimali di copertura dei sistemi di assicurazione dei depositi. Essi hanno inoltre ricapitalizzato alcune istituzioni finanziarie e adottato "misure di riduzione dell'onere degli attivi" per proteggere gli istituti da eventuali perdite di valore delle attività patrimoniali. Queste misure erano intese a spezzare il circolo vizioso che induceva le banche a ridimensionare l'attività di prestito al fine di ridurre il grado di leva finanziaria.

La straordinaria azione di sostegno intrapresa dalle banche centrali e dai governi a partire dall'ultimo scorcio del 2008 è riuscita a ripristinare la fiducia nei sistemi finanziari di tutto il mondo e a migliorare la loro capacità di tenuta. Le misure adottate, unitamente agli ingenti stimoli monetari e fiscali impartiti, hanno messo in moto un processo di reciproco rafforzamento fra le condizioni del sistema finanziario e l'andamento dell'economia reale. Ciò ha contribuito ad alimentare la fiducia e ridurre il rischio sistemico. Tuttavia, i provvedimenti a favore del sistema finanziario hanno accresciuto il rischio di distorsioni della concorrenza e di *moral hazard*, e potrebbero persino aver aumentato la probabilità di un'eccessiva assunzione di rischio, mentre la drastica espansione degli squilibri di bilancio rappresenta una minaccia per la sostenibilità dei conti pubblici.

Questo articolo fornisce una rassegna sistematica delle misure adottate dai governi dell'area dell'euro a sostegno dei rispettivi sistemi finanziari e le pone a confronto con quelle introdotte nel Regno Unito e negli Stati Uniti⁶⁾. La parte rimanente dell'articolo è strutturata come segue. La sezione 2 è dedicata a un importante aspetto istituzionale delle misure dei governi, ossia alla scelta delle modalità di attuazione (misure *ad hoc* adattate alle esigenze specifiche delle singole istituzioni o programmi a livello nazionale). La sezione 3 fornisce una descrizione dettagliata (compresa la quantificazione degli importi concessi o stanziati) delle misure di sostegno dei governi, fra cui potenziamenti dei fondi di tutela dei depositi, programmi di garanzia delle passività bancarie, interventi di ricapitalizzazione e piani di protezione degli attivi. La sezione 4 esamina le potenziali strategie di rientro dalle varie misure adottate e infine la sezione 5 conclude confrontando i provvedimenti introdotti nell'Unione europea e negli Stati Uniti e traendo brevemente alcuni insegnamenti sotto il profilo della regolamentazione.

2 MISURE AD HOC E PROGRAMMI NAZIONALI A CONFRONTO

Al principio, sebbene la turbolenza finanziaria avesse messo in luce debolezze presso un'ampia gamma di intermediari finanziari complessi e di grandi dimensioni, i rischi sistemici risultavano perlopiù contenuti. Di riflesso al carattere idiosincratico delle tensioni nel sistema finanziario, i governi sono inizialmente intervenuti soprattutto mediante misure *ad hoc* adattate alle esigenze specifiche degli intermediari che

5) Al fine di quantificare la rilevanza del settore bancario nell'area dell'euro, si consideri che alla fine del 2007 i prestiti bancari al settore privato ammontavano al 145 per cento del PIL dell'area dell'euro, contro il 63 per cento negli Stati Uniti. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti* nel numero di aprile del 2009 di questo Bollettino.

6) Maggiori dettagli sono forniti da S. Stolz e M. Wedow, *Extraordinary measures in extraordinary times – bank rescue operations in Europe and the United States*, Occasional Paper della BCE, di prossima pubblicazione.

avevano subito pesanti perdite. Tuttavia, man mano che la crisi si intensificava (dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre del 2008) e diveniva maggiormente sistemica, è divenuto evidente che gli interventi andavano estesi a una gamma più ampia di istituti bancari. Ciò richiedeva l'adozione di un approccio di più largo respiro nella predisposizione dei programmi di sostegno. Uno dei primi programmi di ampio respiro a essere introdotto è stato negli Stati Uniti il Troubled Assets Relief Program, meglio conosciuto con l'acronimo TARP⁷⁾. Con l'aggravarsi della crisi altri paesi ne hanno seguito l'esempio, iniziando a istituire programmi di sostegno al settore finanziario. Il 17 ottobre 2008, ad esempio, è stato creato in Germania il Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (o Fondo speciale per la stabilizzazione del mercato finanziario, SoFFin). Questi programmi si contraddistinguevano per il fatto di stabilire procedure più trasparenti e prevedibili attraverso le quali le banche potevano ottenere sostegno finanziario. Più specificamente, la trasparenza veniva rafforzata mediante l'annuncio, da parte dei governi, degli stanziamenti finanziari complessivi che erano disposti a effettuare a sostegno dei rispettivi sistemi finanziari. Di norma, inoltre, i programmi indicavano criteri specifici di accesso, modalità di determinazione dei prezzi e durata delle misure di sostegno messe a disposizione.

Se da un lato i provvedimenti *ad hoc* possono essere, e sono effettivamente stati, attuati in modo rapido e flessibile, dall'altro i programmi nazionali presentano tre vantaggi. In primo luogo, rispetto alle misure *ad hoc* sono spesso più trasparenti per quanto riguarda gli intermediari ammessi a beneficiarne, gli importi stanziati, i prezzi e la durata.

In secondo luogo, è meno probabile che distorcano la concorrenza a livello nazionale e internazionale, e riducono pertanto il rischio che le misure di sostegno alterino le condizioni di parità concorrenziale fra gli intermediari beneficiari e quelli non beneficiari, sia all'interno di un singolo paese, sia fra paesi diversi. Inoltre, la crisi ha avuto un impatto considerevole su

tutte le maggiori economie, e ha chiaramente dimostrato i limiti degli interventi nazionali nell'affrontare problematiche relative a istituzioni, mercati e strumenti finanziari che hanno rilevanza sistemica. Ciò ha indotto la comunità internazionale a riconoscere l'importanza di un forte coordinamento mondiale ai fini di una gestione efficace delle questioni in gioco. Allorché la crisi raggiungeva la massima estensione internazionale nell'autunno del 2008, i leader del Gruppo dei 20 non si sono soltanto impegnati a migliorare la cooperazione, ma hanno altresì preso l'iniziativa e definito un programma di riforme, adottando un approccio comune sulle risposte da dare sul piano delle politiche economiche. In considerazione dell'elevato grado di integrazione finanziaria dell'Unione europea, la cooperazione internazionale è stata ulteriormente rafforzata a livello di UE. Di conseguenza, al fine di far fronte al rapido peggioramento della crisi, nell'ottobre del 2008 i paesi dell'UE hanno adottato un piano d'azione concertato (cfr. il riquadro 1 per maggiori dettagli), impegnandosi a rispettare determinati principi nell'adozione di misure di risposta alla crisi "affinché l'Unione europea nel suo insieme possa agire unita ed evitare che le misure nazionali influiscano negativamente sul funzionamento del mercato unico o sugli altri Stati membri"⁸⁾.

In terzo luogo, nel contesto europeo potrebbe risultare più semplice ottenere il via libera dell'Unione europea laddove una determinata misura faccia parte di un programma nazionale. In effetti, all'interno dell'Unione europea gli interventi dei singoli paesi devono essere approvati dalla Commissione, la quale cerca di assicurare che le misure in oggetto non distorcano la concorrenza. Ciascuna misura nazionale

7) L'Emergency Economic Stabilization Act, divenuto legge nell'ottobre del 2008, ha istituito il Troubled Asset Relief Program (TARP), che autorizza il Tesoro USA ad acquistare o assicurare attività patrimoniali deteriorate fino a 700 miliardi di dollari.

8) Dichiarazione conclusiva del vertice straordinario dei paesi dell'area dell'euro tenuto a Parigi il 12 ottobre. La dichiarazione è consultabile all'indirizzo http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/it/accuei/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html.

ad hoc necessita dell'autorizzazione specifica della Commissione, mentre i provvedimenti che fanno parte di un pacchetto nazionale vengono di norma approvati nel loro complesso. Ciò rappresenta un ulteriore vantaggio dei programmi nazionali rispetto alle misure *ad hoc*. In genere, la Commissione valuta i criteri di accesso al programma, i volumi del sostegno fornito e le modalità di determinazione del prezzo ai fini di garantire condizioni di parità concorrenziale⁹⁾. L'approvazione da parte della Commissione è stata di norma rapida. In vari casi, tuttavia, si sono verificati ritardi considerevoli allorché i requisiti per le ristrutturazioni hanno comportato lunghe negoziazioni con le autorità nazionali. Ciò si è verificato in particolare in quei pochi casi di operazioni a cavallo tra paesi in cui vari governi sono intervenuti a sostegno di uno stesso intermediario¹⁰⁾.

9) La Commissione ha inizialmente concesso l'autorizzazione alle iniezioni di capitale per un periodo di sei mesi, al termine del quale le decisioni in materia sarebbero state riconsiderate sulla base di un rapporto sullo stato di avanzamento. Nella sua

comunicazione del 2009 "The return to viability and the assessment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules", la Commissione ha chiarito il quadro di analisi della sostenibilità e dei piani di ristrutturazione delle banche, da presentarsi a seguito dell'ottenimento degli aiuti statali. In particolare, la Commissione prende in considerazione: a) i precedenti della Commissione; b) le dimensioni internazionali della crisi in atto; c) il ruolo sistemico del settore bancario per l'economia nel suo complesso; e d) i potenziali effetti sistemici derivanti dalla necessità che varie banche siano ristrutturate contemporaneamente.

10) L'esperienza in merito mostra che nella liquidazione delle banche con operatività internazionale potrebbero sorgere problemi derivanti, fra l'altro, dai diversi poteri e ruoli delle autorità nazionali coinvolte nel salvataggio, dai tempi eccezionalmente brevi entro i quali devono essere finalizzati i dettagli dell'operazione di salvataggio e da eventuali controversie riguardo alla ripartizione degli oneri. Al fine di evitare tali problemi in futuro, la Commissione europea sta attualmente lavorando a un quadro di riferimento europeo per la gestione transfrontaliera delle crisi del settore bancario, che comporterebbe modifiche in tre ambiti principali: a) interventi tempestivi sotto forma di azioni delle autorità di vigilanza volte a ripristinare la stabilità e la solidità finanziaria dell'istituzione in fase di nascita dei problemi, unitamente a trasferimenti infragruppo delle attività fra entità solvibili a fini di sostegno finanziario; b) la liquidazione bancaria, ossia le misure prese dalle autorità nazionali per gestire la crisi di un'istituzione bancaria, allo scopo di contenerne l'impatto sulla stabilità finanziaria e, all'occorrenza, di facilitare l'ordinata liquidazione parziale o integrale dell'istituzione; e c) procedure di insolvenza per la ristrutturazione o la liquidazione, in conformità con la normativa fallimentare applicabile.

Riquadro I

L'APPROCCIO CONCERTATO DELL'UE

In occasione del summit straordinario tenuto a Parigi il 12 ottobre 2008 i paesi dell'area dell'euro hanno adottato un piano d'azione europeo concertato. "A completamento delle azioni intraprese dalla Banca centrale europea sul mercato monetario interbancario", essi hanno deciso di fornire sostegno alle banche fondamentalmente solide¹⁾. Il vertice ha spianato la strada a un approccio concertato e coordinato a livello di UE per quanto riguarda: a) l'armonizzazione dell'offerta di un'assicurazione dei depositi al dettaglio; b) la concessione di garanzie governative a favore dei titoli di debito bancari; c) la messa a disposizione di fondi per le ricapitalizzazioni bancarie e d) misure di sostegno agli attivi patrimoniali delle banche.

Conformemente con la dichiarazione rilasciata a termine del vertice di Parigi, la BCE ha stilato una lista di raccomandazioni sullo schema di riferimento più appropriato nel cui ambito concedere garanzie governative per le emissioni di debito da parte delle banche²⁾. La BCE ha fra l'altro raccomandato che non vengano offerte garanzie sui depositi interbancari; che il prezzo delle garanzie sia basato, ove possibile, sui premi dei CDS bancari, maggiorati di una commis-

1) La dichiarazione a conclusione del vertice è consultabile in italiano all'indirizzo http://www.eu2008.fr/PFUE/lang/it/accueil/PFUE-10_2008/PFUE-12.10.2008/sommet_pays_zone_euro_declaration_plan_action_concertee.html. Oltre agli scopi summenzionati, essa ne enuncia altri due che esulano dall'ambito del presente articolo, ossia garantire sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili, considerata l'eccezionalità delle condizioni di mercato, e rafforzare le procedure di cooperazione tra i paesi europei.

2) Le raccomandazioni sono disponibili in inglese all'indirizzo http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guarantees.pdf.

sione di 50 punti base volta a garantire che i governi siano adeguatamente ricompensati; che le distorsioni del mercato siano minimizzate.

La BCE ha inoltre pubblicato una serie di raccomandazioni sulla determinazione del prezzo dei programmi di ricapitalizzazione³⁾. La valutazione degli strumenti prescelti per le iniezioni di capitale dovrebbe basarsi sui prezzi di mercato, coerentemente con il tipo di strumento in questione e il corrispondente rischio, nonché con il rischio specifico relativo all'istituto. Inoltre, le iniezioni di capitale dovrebbero essere accompagnate da una strategia esplicita di rientro volta a garantire la natura temporanea della partecipazione statale.

Infine, la BCE ha elaborato dei principi guida per gli interventi di sostegno agli attivi bancari⁴⁾. Tali principi stabiliscono che la partecipazione delle banche dovrebbe avvenire su base volontaria. In aggiunta, la definizione delle attività potenzialmente beneficiarie del sostegno dovrebbe essere ampia, il grado di condivisione del rischio adeguato e la durata del programma di sostegno dovrebbe se possibile corrispondere alla struttura per scadenza degli attivi. Per quanto concerne la determinazione del prezzo dei programmi di sostegno, la BCE ha riconosciuto che si tratta di una questione tanto importante quanto spinosa. La BCE non ha raccomandato l'adozione di un metodo specifico, ma ha auspicato trasparenza e l'utilizzo di una gamma di metodi, fra cui il ricorso all'opinione di esperti. Essa ha manifestato la propria preferenza per l'adozione di criteri comuni nei vari paesi.

3) Le raccomandazioni sono disponibili in inglese all'indirizzo http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf. Le rispettive raccomandazioni della Commissione europea sono consultabili in italiano all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2009:010:0002:0010:it:PDF>.

4) Le raccomandazioni sono disponibili in inglese all'indirizzo <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf>. Le rispettive raccomandazioni della Commissione europea sono consultabili in inglese all'indirizzo http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaired_assets.pdf.

3 MISURE ADOTTATE

In generale le misure di sostegno sono state messe a disposizione delle istituzioni finanziarie residenti in un determinato paese e delle affiliate di istituzioni estere particolarmente attive nel mercato nazionale del medesimo paese. Gli aiuti sono stati di norma forniti su richiesta dell'istituzione finanziaria, sebbene in alcuni casi le banche abbiano ricevuto istruzioni di accettare il sostegno del governo (ad esempio negli Stati Uniti e in Francia). Inoltre, gli aiuti sono stati solitamente affiancati a restrizioni sul pagamento di dividendi, obblighi di informativa sugli andamenti dell'attività, richieste di ristrutturazione, partecipazione statale alla gestione delle banche e limitazioni ai compensi dei dirigenti. Infine, in alcuni casi (come in Francia, Irlanda e nel Regno Unito) l'ottenimento del sostegno pubblico è stato subordinato all'adozione di obiettivi espliciti di crescita

dei prestiti, finalizzati a garantire l'offerta di credito all'economia.

La tavola 1 fornisce una panoramica delle misure di sostegno adottate fino al novembre del 2009. Essa riporta i dati relativi a tutte le misure adottate dai governi in risposta al peggioramento della crisi a seguito del tracollo di Lehman Brothers. Le misure sono suddivise in tre categorie principali: a) garanzie a favore delle obbligazioni bancarie; b) iniezioni di capitale; c) misure destinate ad alleviare l'onere dei *legacy assets*¹¹⁾. La tavola distingue fra gli importi che i governi si sono impegnati a fornire (fra parentesi) e quelli che hanno già effettivamente erogato agli intermediari finanziari. Essa mostra

11) Oltre a queste tre categorie, in alcuni casi i governi hanno altresì erogato prestiti ponte a singole istituzioni. Poiché non sono state utilizzate sistematicamente nell'intera area dell'euro, tali misure non vengono trattate in questo articolo.

Tavola 1 Misure di sostegno prese dai governi a partire dall'ottobre del 2008

(in percentuale del PIL, a fine febbraio del 2010)

	Iniezioni di capitale		Garanzie sulle passività e prestiti		Sostegno agli attivi		Stanziamenti totali per l'insieme delle misure
	all'interno di programmi	all'esterno di programmi	garanzie	prestiti	all'interno di programmi	all'esterno di programmi	
Area dell'euro	1 (1)	1	5 (18)	2 (-)	0 (3)	1	27
Regno Unito	2 (3)	3	10 (19)	4 (-)	- (-)	13,8	43
Stati Uniti	2 (5)	0	2 (4)	0 (5)	2 (11)	1	26

Fonti: autorità nazionali ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati sono cumulati a partire dall'inizio della crisi finanziaria ed espressi come percentuale arrotondata del PIL. I dati fra parentesi indicano lo stanziamento totale relativo a ciascuna misura, quelli precedenti le parentesi gli importi effettivamente erogati. Alcune misure, sebbene annunciate, potrebbero non essere state utilizzate. Gli importi effettivamente erogati relativi alle "garanzie" si riferiscono unicamente alle obbligazioni emesse. Le misure "all'esterno di programmi" sono quelle intraprese senza l'istituzione esplicita di un programma, ossia di un sostegno diretto del governo. Esse possono essere ad esempio erogate dalle amministrazioni locali, come nel caso del sostegno ricevuto da BayernLB da parte del Land della Baviera. Per ulteriori dettagli sui dati riportati in questa tavola, il lettore può fare riferimento alle pubblicazioni ufficiali delle rispettive autorità nazionali, come ad esempio i numeri di giugno e di dicembre del 2009 della *Financial Stability Review* della Bank of England, tenendo tuttavia presente che i dati potrebbero differire a causa dell'impiego di definizioni o metodologie diverse.

inoltre gli importi stanziati ed erogati nell'ambito dei programmi nazionali o al loro esterno (ossia tramite misure *ad hoc*). Lo stanziamento complessivo è dato dalla somma degli importi stanziati per i programmi nazionali relativi a tutte e tre le categorie (oppure, in assenza di uno stanziamento esplicito, dell'importo effettivamente erogato) e degli importi effettivamente erogati al di fuori dei programmi nazionali.

Per quanto riguarda l'attuazione delle misure, è possibile trarre alcune conclusioni. Malgrado le differenze riscontrabili fra misure e regioni diverse, gli importi in questione sono significativi tanto nell'area dell'euro, quanto nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Va inoltre notato che sussistono differenze notevoli (non rilevabili dalla tavola) anche fra paesi dell'area dell'euro. La figura 1 riporta gli importi effettivamente erogati come quota percentuale delle somme complessivamente stanziati nell'ambito dei programmi nazionali. Il tasso di utilizzo è generalmente basso per tutte le misure considerate, ma sono osservabili differenze sostanziali: il ricorso alle ricapitalizzazioni è stato relativamente diffuso, mentre l'emissione di obbligazioni bancarie assistite da garanzia governativa è risultata considerevolmente minore. È inoltre degno di nota che i volumi stanziati e quelli erogati per garanzie sul debito sono, in termini assoluti, molto più elevati dei volumi stanziati ed erogati per iniezioni di capitale.

In aggiunta, gran parte del sostegno finanziario è stato diretto a un numero relativamente esiguo di intermediari (cfr. figura 2). In effetti, nell'area dell'euro i tre principali beneficiari hanno assorbito circa la metà degli aiuti forniti¹². Nell'ambito di ognuna delle singole categorie di sostegno esaminate, i tre principali beneficiari detenevano il 6-9 per cento delle attività bancarie totali dell'area dell'euro.

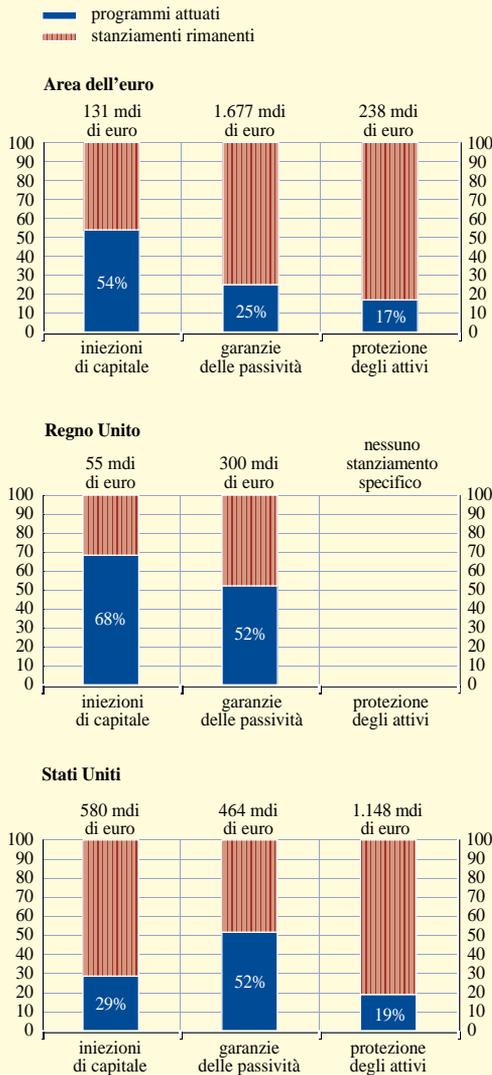
Le sezioni successive forniscono una descrizione più dettagliata delle misure nell'ordine cronologico in cui sono state generalmente adottate¹³. Va notato che i provvedimenti a sostegno delle banche sono stati di norma utilizzati congiuntamente. Tuttavia, di fatto l'ordine con il quale sono stati utilizzati è stato generalmente lo stesso, ossia si è fornito sostegno alle banche dal lato del passivo prima che dal lato dell'attivo.

12) Le tre istituzioni che hanno ricevuto la quota più consistente di aiuti variano a seconda che si considerino le iniezioni di capitale, le garanzie sulle passività o la protezione degli attivi.

13) Dal momento che il presente articolo segue l'ordine con cui sono state generalmente adottate le diverse misure, esso non fornisce informazioni riguardo alle date in cui sono stati introdotti i vari programmi specifici o i singoli provvedimenti. Il lettore interessato può fare riferimento ad altre fonti che al contrario forniscono dettagli al riguardo (come ad esempio Petrovic e Tutsch, *National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis*, Legal Working Paper della BCE n. 8, luglio 2009). La Federal Reserve Bank di New York fornisce inoltre una cronologia sul suo sito Internet (http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/IRCTimelinePublic.pdf).

Figura 1 Tassi di utilizzo dei programmi di sostegno nazionali

(valori percentuali; al febbraio 2010)



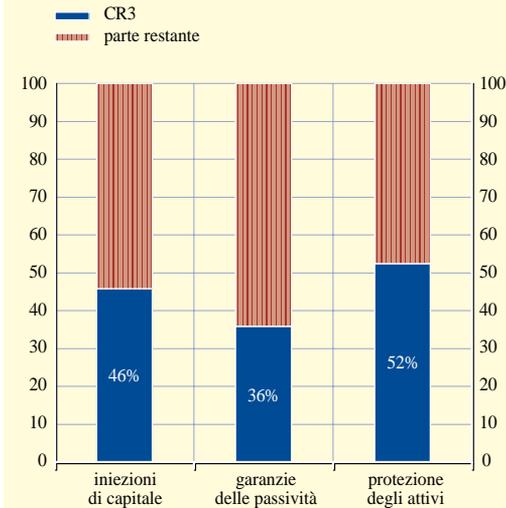
Fonti: autorità nazionali, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI

Gli schemi di assicurazione dei depositi sono stati fra i primi strumenti utilizzati per attenuare l'impatto della turbolenza finanziaria intensificatasi dopo il tracollo di Lehman Brothers. In Europa, prima della crisi la legislazione comunitaria stabiliva un livello minimo di assicurazione dei depositi pari a 20.000 euro, corredato da un elemento opzionale di coassicurazione del

Figura 2 Indice di concentrazione delle misure attuate nell'area dell'euro (ottobre 2008-febbraio 2010)

(valori percentuali)



Fonti: autorità nazionali, Bloomberg ed elaborazioni della BCE. Nota: l'indice di concentrazione CR3 indica la quota delle misure di sostegno attuate assorbita dalle tre maggiori istituzioni beneficiarie.

10 per cento, in base al quale il 10 per cento delle perdite subite era a carico dei depositanti. Tuttavia, poiché tale copertura si è dimostrata insufficiente a tranquillizzare i depositanti, nell'ottobre del 2008 il valore minimo è stato innalzato a 50.000 euro, e potrebbe essere ulteriormente aumentato, a 100.000 euro, prima della fine del 2010¹⁴). Inoltre, i paesi dell'UE hanno concordato di accelerare le procedure di rimborso dei depositi garantiti in caso di insolvenza, allo scopo di accrescere l'efficacia dei sistemi di assicurazione.

Uno dei principali eventi che hanno portato all'innalzamento della soglia minima di tutela dei depositi è stata la decisione presa dalle autorità irlandesi nel settembre 2008 di fornire una garanzia generalizzata e integrale¹⁵) di pressoché

14) Accordo del 7 ottobre 2008 siglato in occasione dell'incontro del Consiglio Ecofin dei ministri finanziari dell'UE (http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/103250.pdf).

15) Una garanzia integrale consiste nella dichiarazione da parte del governo che sarà tutelata la totalità dei depositi, e in certi casi di altri strumenti finanziari.

tutte le passività bancarie (compresi i depositi al dettaglio, quelli delle imprese e quelli interbancari), corrispondente a una considerevole percentuale del PIL¹⁶). La garanzia generalizzata del governo irlandese, unitamente alla corsa agli sportelli che aveva colpito Northern Rock, una banca britannica in difficoltà, ha indotto altri paesi a riformare i rispettivi schemi di assicurazione dei depositi e ad abbandonare il meccanismo di coassicurazione. L'assicurazione dei depositi è stata di conseguenza aumentata a oltre 50.000 euro nella maggioranza dei paesi dell'UE e, in alcuni casi (come quello della Germania), sono state concesse garanzie generalizzate per la totalità dei depositi al dettaglio. Negli Stati Uniti l'assicurazione sui depositi è stata temporaneamente innalzata a 250.000 dollari, e dovrebbe tornare al livello di 100.000 dollari nel gennaio 2014. Inoltre, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) offre la copertura totale dei conti di deposito non fruttiferi per operazioni di pagamento, a prescindere dal loro saldo in dollari, nell'ambito della Transaction Account Guarantee, che fa parte del Temporary Liquidity Guarantee Program (TLGP)¹⁷).

GARANZIE A FAVORE DELLE OBBLIGAZIONI BANCARIE

Al pari dell'ampliamento dell'assicurazione sui depositi, anche la concessione di garanzie a favore delle obbligazioni bancarie è stata fra le prime misure prese a sostegno delle banche. I programmi di garanzia di questo tipo consentono agli istituti bancari di emettere titoli di debito forniti di garanzia pubblica contro un'eventuale insolvenza. Vari paesi hanno stanziato somme considerevoli a questo scopo. Tuttavia, l'utilizzo effettivo delle garanzie governative ha preso piede lentamente. Se da un lato vari programmi di garanzia delle passività erano già in vigore a partire dai primi di ottobre del 2008, dall'altro le emissioni di titoli garantiti hanno acquistato slancio solo a metà novembre del 2008. In particolare, sono stati gli istituti dell'area dell'euro e del Regno Unito a sfruttare per primi questa possibilità, e le loro emissioni rappresentano tuttora la maggior parte delle passività totali in essere con garanzia pubblica. In alcuni paesi (come l'Italia), nonostante l'adozione di pro-

grammi di garanzia pubblica nessuna banca vi ha fatto ricorso. In altri, gli emittenti sono stati pochi e i volumi di emissione esigui. Negli Stati Uniti le garanzie sulle emissioni obbligazionarie sono concesse nell'ambito del Debt Guarantee Program, che forma anch'esso parte del TLGP gestito dalla FDIC. Le banche possono scegliere di rinunciare a uno o a entrambi i programmi offerti nel quadro del TLGP.

La lentezza con cui sono state utilizzate le garanzie è riconducibile a vari fattori, fra cui: a) le condizioni di prezzo (cfr. infra); b) la percezione di un elevato grado di concorrenza fra gli emittenti finanziari e non finanziari nei mercati delle obbligazioni societarie; c) il rischio di "stigma" per gli emittenti; d) le condizioni che accompagnano le garanzie (ad esempio, restrizioni alle remunerazioni), ed e) il processo di riduzione del grado di leva finanziaria in atto presso le banche e il generale rallentamento della domanda di credito.

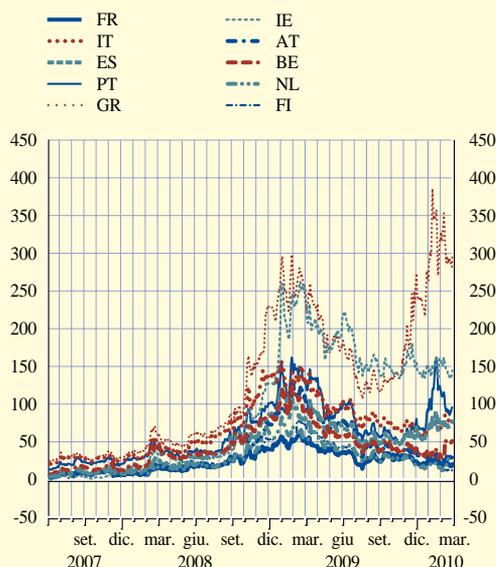
Uno dei principali fattori che ha frenato le emissioni di obbligazioni garantite sono stati i costi. In primo luogo, con l'aumento della pendenza della curva dei rendimenti, il costo dell'emissione di debito a lungo termine (garantito o meno) è divenuto sempre più oneroso rispetto a quello della raccolta a breve termine. In secondo luogo, per quanto riguarda il prezzo delle garanzie, le banche corrispondono di norma una commissione che si basa sulle quotazioni di mercato ed è commisurata al rischio di credito della banca stessa, aumentato di un margine. Conformemente con le raccomandazioni della BCE, i paesi dell'UE hanno utilizzato i premi sui CDS bancari come base per determinare il prezzo delle garanzie. Dal momento che dallo scoppio della

16) Le passività interessate comprendono tutti i depositi al dettaglio e delle imprese (nella misura in cui non siano già coperti dai programmi esistenti di protezione dei depositi in Irlanda o in altre giurisdizioni), i depositi interbancari, le passività non garantite con grado di prelazione maggiore, le obbligazioni garantite e il debito subordinato a scadenza (patrimonio supplementare di qualità inferiore, o *lower Tier 2*).

17) La commissione di partecipazione alla Transaction Account Guarantee è pari a un tasso di maggiorazione annua di 10 punti base sui saldi dei depositi transattivi non fruttiferi superiori ai 250.000 dollari.

**Figura 3 Differenziali di rendimento
dei titoli di Stato a dieci anni dei paesi
dell'area dell'euro rispetto alla Germania**

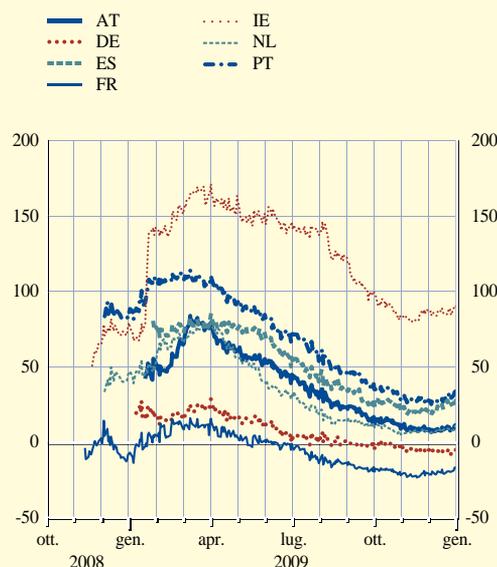
(in punti base)



Fonti: Datastream ed elaborazioni della BCE.

**Figura 4 Differenziali di rendimento
tra le obbligazioni bancarie garantite
dai governi e gli *asset swap***

(in punti base)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

crisi tali differenziali si collocano su livelli storicamente elevati, le obbligazioni garantite dai governi possono risultare una fonte di finanziamento costosa. Al contrario, negli Stati Uniti la commissione è determinata unicamente in base alla scadenza del debito bancario garantito. In terzo luogo, il mercato richiede per le obbligazioni bancarie garantite anche un premio di liquidità relativamente elevato rispetto al debito pubblico. Infine, il prezzo delle obbligazioni è dipeso anche dai premi per il rischio di credito applicati ai rispettivi debiti pubblici. Tali premi sono aumentati, fornendo un ulteriore disincentivo all'emissione di debito bancario garantito (cfr. figura 3). Il loro incremento trova riflesso in larga misura nei differenziali di rendimento delle obbligazioni bancarie garantite rispetto agli *asset swap* (cfr. figura 4), e rappresenta potenzialmente un importante fattore di costo per le banche residenti nei paesi con merito di credito inferiore.

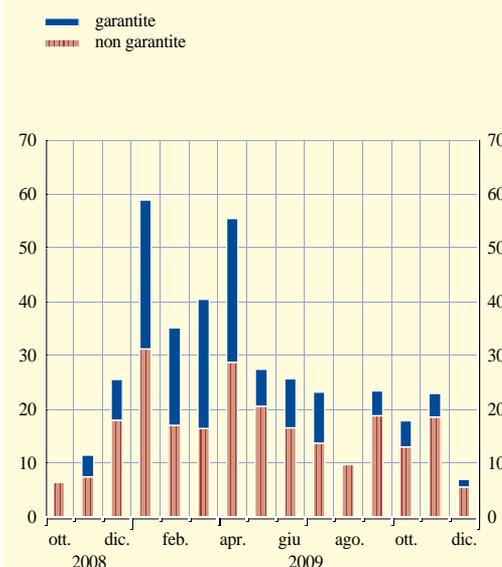
Malgrado la tiepida accoglienza riservata dalle banche alle garanzie statali, questa fonte di finanziamento rappresenta una quota significa-

tiva della raccolta complessiva delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro nel mercato mobiliare (cfr. figura 5). L'utilizzo delle garanzie è tuttavia calato a partire dalla metà del 2009. Mentre le emissioni lorde indicano l'attività complessiva nel mercato del debito bancario garantito, quelle nette segnalano la capacità delle banche di rinnovare le passività in scadenza, e quindi il potenziale fabbisogno di finanziamento degli intermediari finanziari. La figura 6 mostra che parte delle emissioni è di fatto più che compensata dai rimborsi ed evidenzia la tendenza a sostituire il debito a breve termine con quello a lunga.

Il calo del ricorso alle garanzie statali rilevabile nelle dinamiche del finanziamento delle banche dell'area dell'euro potrebbe in parte riflettere il fatto che, a partire dall'estate del 2009, gli istituti bancari sono stati in grado di sostituire il debito a breve garantito con la liquidità offerta dall'Eurosistema. Esso potrebbe inoltre essere riconducibile a fattori come il miglioramento graduale, ma significativo, delle condizioni dei mercati finanziari osservato nel 2009 e l'impat-

Figura 5 Emissioni lorde di obbligazioni bancarie senior nell'area dell'euro

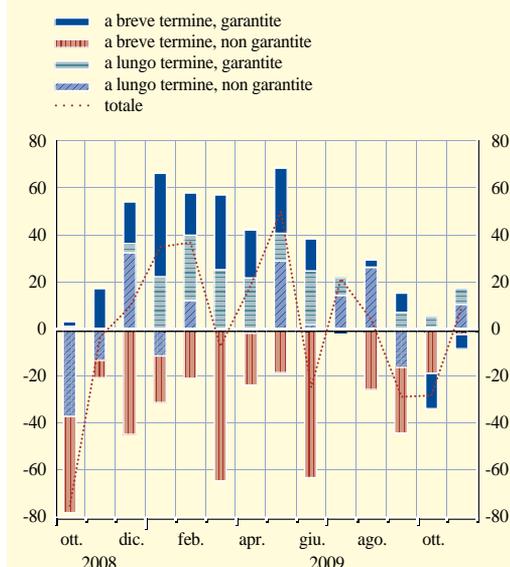
(in miliardi di euro)



Fonti: Dealogic ed elaborazioni della BCE

Figura 6 Emissioni nette di titoli di debito delle istituzioni finanziarie monetarie nell'area dell'euro

(in miliardi di euro)



Fonti: statistiche delle IMF e stime della BCE.

to degli acquisti di *covered bonds* da parte dell'Eurosistema, che ha contribuito ad alimentare l'attività in tale segmento di mercato. Inoltre, l'accesso delle banche alla raccolta tramite obbligazioni non garantite riflette probabilmente il miglioramento e la stabilizzazione delle prospettive riguardo al rischio di credito di molte banche, dovuto a una più solida base patrimoniale e a un aumento degli utili non distribuiti.

La tavola 2 presenta le caratteristiche delle obbligazioni bancarie garantite dai governi emesse a partire dall'ottobre del 2008. Guardando alla vita residua mediana, si evince che circa la metà delle obbligazioni garantite totali giungerà a scadenza entro due anni, ossia entro la fine del 2011. La durata e l'ammontare delle emissioni varia considerevolmente all'interno sia dei vari paesi, sia dell'area dell'euro. In media le scadenze all'emissione erano pari a circa tre anni in gran parte dei paesi, ma variavano dai 16 mesi della Grecia ai 45 dei Paesi Bassi. Inizialmente nell'Unione europea la scadenza massima del debito garantito era limitata a tre anni, ma in vari paesi tale limite è stato successivamen-

te innalzato man mano che il debito giungeva a scadenza¹⁸⁾. Le garanzie sulle emissioni con scadenza da tre a cinque anni, tuttavia, sono state accordate solo in circostanze eccezionali. L'innalzamento della scadenza massima è stato in parte motivato dalla tiepida accoglienza riservata dagli emittenti ai programmi di garanzia: le banche hanno infatti indicato la brevità delle scadenze offerte nelle rispettive giurisdizioni quale motivo principale per non aver fatto ricorso a questa forma di sostegno.

INIEZIONI DI CAPITALE

Di fronte al persistere della turbolenza finanziaria, le svalutazioni dovute agli abbassamenti dei *rating* hanno prodotto un forte impatto sul patrimonio delle banche. Inoltre, man mano che peggiorava il contesto economico le banche hanno dovuto far fronte anche a perdite sui portafogli crediti e sono aumentate le ponderazioni

18) Oltre a restrizioni in termini di scadenze, alcuni paesi (come gli Stati Uniti) hanno anche imposto restrizioni che limitano l'ammontare complessivo di debito garantito dal governo in rapporto all'ammontare complessivo del debito non garantito con grado di prelazione superiore in essere.

Tavola 2 Volume e scadenza delle obbligazioni garantite dai governi emesse nel periodo ottobre 2008 - dicembre 2009

Paese	Emissioni totali (in miliardi di euro)	Numero di emittenti	Numero di obbligazioni	Dimensioni medie delle emissioni (in miliardi di euro)	Scadenza media (in mesi)	Vita residua mediana (in mesi)
Belgio	4,0	2	5	0,8	35,4	19
Germania	89,0	11	27	3,3	27,2	22
Irlanda	41,4	7	113	0,4	17,8	10
Grecia	2,0	2	3	0,7	16,3	29
Spagna	43,1	37	106	0,4	34,0	29
Francia	101,0	2	70	1,4	27,2	19
Lussemburgo	1,0	1	4	0,3	19,5	13
Paesi Bassi	54,2	6	43	1,3	45,4	30
Austria	24,6	6	35	0,7	39,7	28
Portogallo	4,9	6	6	0,8	37,0	27
Regno Unito	151,6	11	171	0,9	29,7	24
Stati Uniti	245,1	41	197	1,2	34,0	25
Totale/media	934,1	184	1,356	0,7	33,0	25

Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: scadenza residua al 1° dicembre del 2009. Gli importi in euro si basano sui tassi di cambio vigenti il 1° ottobre 2008. I dati sono totali nelle colonne da 1 a 3 e medie nelle colonne 4 e 5.

di rischio delle attività non in sofferenza, che hanno esercitato ulteriori pressioni sulle posizioni patrimoniali delle banche. Allorché diveniva evidente che le banche erano soggette non soltanto a tensioni sul fronte della liquidità, ma anche a potenziali rischi di solvibilità, vari governi hanno iniziato a integrare i programmi di garanzia delle passività con iniezioni dirette di capitale a favore delle banche. Tali operazioni sono state condotte soprattutto attraverso l'acquisto di azioni privilegiate o altri strumenti ibridi rientranti nella definizione di patrimonio di base (*tier 1*)¹⁹⁾.

La scelta delle azioni privilegiate quale principale strumento per l'iniezione di capitale è stata dettata principalmente dagli obiettivi di migliorare la posizione patrimoniale delle banche, mantenendo al tempo stesso la proprietà degli istituti in mano al settore privato e garantendo il diritto di prelazione per le attività del settore pubblico. Tali obiettivi sono stati effettivamente centrati. Sebbene non incorporino diritti di voto, le azioni privilegiate conferiscono ai detentori un diritto di prelazione rispetto agli azionisti ordinari nel pagamento dei dividendi e in caso di liquidazione. Ai fini del patrimonio regolamentare, solo le azioni privi-

legiate senza possibilità di cumulo del dividendo sono ammesse nel calcolo del patrimonio di base di classe 1 (cfr. Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 2005). Anche nel caso in cui tali azioni possano essere ricomprese nel patrimonio regolamentare, permangono dubbi riguardo agli aumenti di capitale realizzati mediante azioni privilegiate ai fini della riduzione effettiva del grado di leva finanziaria, in quanto tali azioni non presentano la stessa capacità di assorbimento delle perdite di quelle ordinarie. Inoltre, i mercati hanno attribuito crescente importanza alle definizioni più restrittive di patrimonio, che comprendono le componenti di più elevata qualità, come le azioni ordinarie tangibili, e non quelle privilegiate. Potrebbe essere questo uno dei motivi dell'interesse manifestato per la conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie²⁰⁾. Un altro motivo è invece

19) Alcuni paesi, come i Paesi Bassi nel caso di ING, hanno introdotto un'opzione di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

20) Al fine di rafforzare la propria situazione patrimoniale, Citigroup ha convertito 25 miliardi di dollari di azioni privilegiate in azioni ordinarie alla fine del luglio del 2009, innalzando così al 34 per cento la quota partecipativa del governo al capitale della banca. Prima che la transazione avesse luogo, la quasi totalità dei detentori privati di azioni privilegiate aveva accettato di convertire i titoli in suo possesso in azioni ordinarie.

da ricercare nell'elevato costo delle azioni privilegiate (cfr. infra).

Le iniezioni di capitale sono state meno diffuse nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. In quest'ultimo paese il volume totale delle operazioni di questo tipo è ammontato al 2,6 per cento del PIL nel momento di picco nel giugno del 2009, mentre nell'area dell'euro le ricapitalizzazioni hanno raggiunto l'1,3 per cento del PIL. All'interno dell'Unione europea è stato il governo britannico a ricorrere maggiormente a questo strumento, apportando capitali per circa il 5,1 per cento del PIL. Altro aspetto degno di nota è il livello variabile del coinvolgimento statale nelle banche che hanno beneficiato di apporti di capitale. In alcuni casi, le banche sono state nazionalizzate di fatto, poiché lo Stato ha acquisito una partecipazione di maggioranza, in altri sono state nazionalizzate direttamente. A titolo di esempio, il governo tedesco ha persino liquidato gli azionisti di minoranza ("squeeze-out") della banca Hypo Real Estate per acquisirne il controllo completo, dopo averle conferito oltre 100 miliardi di euro di garanzie.

Per quanto riguarda il prezzo delle iniezioni di capitale, le banche corrispondono di norma una cedola sostanziosa a fronte delle loro azioni privilegiate²¹⁾. Ciò dovrebbe incoraggiarle ad abbandonare tempestivamente questo tipo di soluzione²²⁾, essendo peraltro incentivate in tal senso anche da clausole di revisione automatica della remunerazione ("step-up") o di rimborso²³⁾. Nel complesso, i dispositivi attualmente previsti nell'Unione europea al riguardo cercano di stabilire un equilibrio fra gli incentivi per un'uscita rapida dagli schemi di questo tipo e il dovuto riguardo per le circostanze specifiche delle banche.

SOSTEGNO AGLI ATTIVI

L'incertezza relativa al valore di alcune categorie di attività detenute dalle banche potrebbe aver reso le banche restie a concedere finanziamenti nel mercato interbancario. Le connesse svalutazioni hanno successivamente eroso il patrimonio degli istituti bancari, impedendo loro di erogare credito al settore privato. Di conse-

guenza, il risanamento dei bilanci è diventato uno degli obiettivi fondamentali degli interventi di salvataggio. La difficoltà di valutare correttamente il prezzo delle attività tossiche, tuttavia, ha altresì reso complesso e arduo il compito di rimuoverle dai bilanci. Pertanto, malgrado gli insegnamenti tratti dalle precedenti crisi bancarie, e in particolare che il risanamento dei bilanci è essenziale per accelerare il processo di recupero (si pensi ad esempio alla crisi asiatica, esaminata da Lindgren et al., 1999), gli interventi sistematici di sostegno alle attività sono entrati a far parte solo gradualmente della gamma di strumenti di *policy* utilizzati dopo il fallimento di Lehman Brothers. Al contrario, quelli *ad hoc* figuravano già fra le prime operazioni di salvataggio (cfr. infra).

In generale, i programmi di sostegno agli attivi possono configurarsi o come programmi di rimozione delle attività (che prevedono il trasferimento delle attività a un istituto separato, denominato "bad bank") o come programmi di assicurazione degli attivi (in base ai quali le attività rimangono nel bilancio della banca). L'Eurosistema ha considerato, in base all'esperienza storica, quali

- 21) La cedola consiste generalmente di tre elementi: a) il rendimento del titolo di Stato, quale riferimento per il rendimento dell'attività a minor rischio e del costo del finanziamento per il governo; b) un premio per il rischio di credito dell'istituzione finanziaria interessata, basato ad esempio sul differenziale di rendimento del corrispondente CDS; e c) una commissione a fronte dei costi operativi. In linea con le raccomandazioni della BCE, il calcolo determina un corridoio di prezzo per le azioni privilegiate e gli altri strumenti ibridi, il cui limite inferiore è dato dal tasso medio di rendimento richiesto sul debito subordinato pari al 6 per cento e il limite superiore è il tasso medio di rendimento per le azioni ordinarie pari al 9,3 per cento (cfr. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf).
- 22) Un calo del differenziale ponderato per il rischio al disotto del livello della componente utilizzata per la determinazione del prezzo renderà le fonti di finanziamento private meno onerose allorché i mercati ritorneranno alla calma. Il meccanismo di determinazione del prezzo, pertanto, incorpora già un dispositivo di rientro implicito. Tuttavia, le condizioni di prezzo onerose influiscono altresì negativamente sulla redditività delle banche e sulla possibilità di trattenere gli utili e accrescere il capitale. Ciò potrebbe a sua volta compromettere la capacità delle banche di attrarre altre forme di capitale private e quindi ritardare il rientro da parte del governo.
- 23) Le clausole di *step-up* prevedono un aumento nel tempo dei pagamenti delle cedole sulle azioni privilegiate, mentre le clausole di rimborso sono opzioni di acquisto sul debito, che consentono all'emittente di rimborsare il capitale in qualunque momento.

circostanze possano far optare per l'una o l'altra di queste soluzioni. La rimozione delle attività è da preferirsi laddove siano presenti: a) un elevato grado di incertezza riguardo alla qualità futura degli attivi bancari; b) una concentrazione delle attività deteriorate presso pochi intermediari all'interno del sistema finanziario; e c) circostanze in base alle quali sarebbe auspicabile per gli istituti interessati un "taglio netto" col passato, malgrado gli elevati costi iniziali. I programmi di assicurazione delle attività sarebbero invece da privilegiarsi in presenza delle seguenti circostanze: a) un'elevata incidenza, all'interno delle attività deteriorate, di strumenti di difficile valutazione quali gli *asset-backed securities*, e b) situazioni in cui considerazioni relative allo stato di salute delle finanze pubbliche farebbero preferire programmi il cui profilo in termini di costi consenta di contenere le pressioni sulla posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche nel breve periodo.

Tuttavia, la scelta fra la rimozione o l'assicurazione delle attività risulta estremamente difficile qualora sia probabile che la qualità degli attivi bancari peggiori ulteriormente. Tale incertezza costituisce probabilmente uno dei motivi per cui molti programmi sono ibridi, e contengono cioè elementi di entrambe le soluzioni. I programmi ibridi spesso contemplano trasferimenti di attività finanziati da prestiti a garanzia statale e meccanismi sofisticati di ripartizione del rischio fra il governo e le banche beneficiarie.

In alcuni paesi erano state adottate misure a sostegno degli attivi già prima dell'intensificarsi della crisi nell'ottobre del 2008. I primi esempi di interventi di questo tipo consistevano di provvedimenti *ad hoc* facenti parte di ristrutturazioni di salvataggio, come le misure di rimozione e garanzia delle attività a favore di varie Landesbanken tedesche, la "back-up facility" predisposta per ING e l'operazione Maiden Lane negli Stati Uniti²⁴.

Riconoscendo la necessità di fornire un sostegno agli attivi in maniera sistematica, vari paesi hanno introdotto programmi di protezione delle attività, come il Public-Private Investment

Program (PIIP) negli Stati Uniti, la National Asset Management Agency (NAMA) in Irlanda e il programma di risanamento delle Lande-sbank in Germania. Nel Regno Unito le autorità hanno offerto un'assicurazione sulle attività patrimoniali delle tre banche maggiori, subordinandone la partecipazione ai risultati delle prove di stress condotte dalla Financial Services Authority²⁵. Le caratteristiche dei programmi variano considerevolmente da un paese all'altro, ad esempio per quanto riguarda le attività oggetto di protezione o la natura dell'adesione, volontaria in Germania e negli Stati Uniti, obbligatoria in Irlanda. Diversi sono inoltre i meccanismi di determinazione del prezzo, stabilito in base a procedure d'asta negli Stati Uniti o da revisori contabili in Germania e in Irlanda.

I rischi che tali programmi comportano sono potenzialmente elevati per il settore pubblico, visti gli elevati importi stanziati (cfr. tavola 1). Ad esempio, il Regno Unito ha siglato un accordo di condivisione dei rischi con la Royal Bank of Scotland il cui onere potrebbe ammontare a quasi il 14 per cento del PIL. Tuttavia, le relative perdite si concretizzerebbero soltanto nell'improbabile eventualità che il valore dei portafogli di attività sottostanti divenisse nullo. Qualora invece le attività conservassero parte del loro valore, le perdite per il settore pubblico sarebbero inferiori. Inoltre, laddove la banca beneficiaria ricevesse sostegno anche sotto forma di conferimenti di capitale e/o garanzie sulle passività, i contribuenti dovrebbero sostenere le perdite dal lato dell'attivo o da quello del passivo di bilancio, ma non da entrambi.

24) Nel secondo trimestre del 2008 il Federal Reserve System ha agevolato la fusione fra JP Morgan Chase e Bear Stearns mediante la fornitura di un prestito senior a Maiden Lane (una *bad bank* costituita sotto forma di società a responsabilità limitata) finalizzato all'acquisto di un portafoglio di titoli collegati a ipoteche, mutui ipotecari residenziali e commerciali e ai corrispondenti strumenti di copertura di Bear Stearns.

25) Il meccanismo di separazione (*ring-fencing*) prevedeva una tranche di prima perdita, che avrebbero trattenuto le banche, e la promessa del governo di coprire il 90 per cento delle eventuali perdite ulteriori. A seguito delle prove di stress, Barclays è stata autorizzata alla rinuncia, e il governo ha stipulato accordi di ripartizione delle perdite con RBS e Lloyds. Quest'ultima ha tuttavia posto termine all'accordo con il governo prima ancora che fosse attuato (cfr. sezione 4).

4 RIENTRO DALLE MISURE DI SOSTEGNO STATALE

Combinata all'azione delle banche centrali, le misure di sostegno statale sono state efficaci nel ripristinare la fiducia nei sistemi finanziari di tutto il mondo e nel migliorare la loro capacità di tenuta. Unitamente al considerevole stimolo impartito dalle politiche macroeconomiche, esse hanno messo in moto un processo di mutuo rafforzamento fra le condizioni del sistema finanziario e l'andamento dell'economia reale, favorendo un miglioramento delle prospettive congiunturali e il ridursi del rischio sistemico.

Ciononostante, le diverse misure adottate a sostegno del settore finanziario hanno creato considerevoli passività effettive e potenziali per i governi²⁶). Benché le conseguenze sui disavanzi di bilancio non siano rilevanti nel breve periodo, l'impatto definitivo sul debito pubblico dipenderà dal fabbisogno di indebitamento collegato al finanziamento di eventuali ulteriori provvedimenti di ricapitalizzazione e dalle passività eventuali che si materializzeranno nei fatti. Va notato che tali oneri sopraggiungono in un contesto di rapido aumento dei disavanzi e del debito pubblico causato dal rallentamento economico e dalle misure discrezionali di stimolo adottate. Nel contempo, i conti pubblici stanno attualmente beneficiando della remunerazione ottenuta a fronte delle garanzie e delle iniezioni di capitale accordate. Le potenziali passività derivanti dal sostegno al settore finanziario rappresentano un rischio importante per i disavanzi e/o il debito pubblico nel medio termine. Inoltre, i rischi di bilancio collegati all'eventualità di un rapido mutamento delle condizioni di mercato, che potrebbe accrescere i costi di rifinanziamento, sono considerevoli nei paesi dell'area dell'euro caratterizzati da ingenti squilibri dei conti pubblici.

In aggiunta, alcune delle misure di sostegno adottate rischiano di distorcere la concorrenza (fra banche beneficiarie e non beneficiarie, e fra banche di giurisdizioni diverse). Il sostegno implicito o esplicito accordato potrebbe inoltre dare adito a comportamenti opportunistici (*moral hazard*) associati all'accresciuta protezione contro even-

ti avversi, compresa la possibilità di un'eccessiva assunzione di rischio.

In tale contesto si è avviato il dibattito riguardo alle strategie di rientro dalle misure di sostegno pubblico. Attualmente esso è condotto contemporaneamente a livello mondiale e di UE. Considerato il grado elevato di integrazione dei sistemi finanziari nell'Unione europea, vi è accordo sulla necessità di coordinare le strategie di rientro fra le varie autorità nazionali. Un approccio coordinato contribuirebbe infatti ad evitare effetti di contagio transnazionale e a mantenere condizioni di parità concorrenziale. Tuttavia, esso non implica necessariamente la sincronizzazione del rientro. La strategia coordinata europea si basa su: a) incentivi adeguati per il ritorno a un mercato competitivo; b) uno scambio preventivo di informazioni fra i governi riguardo all'intenzione di rimuovere le misure in atto; c) trasparenza nei confronti del pubblico e del settore finanziario; d) la valutazione della stabilità del sistema finanziario.

Per alcune banche, specie quelle beneficiarie del sostegno statale, sarà necessaria una ristrutturazione radicale al fine di garantire la sostenibilità nel lungo periodo una volta che il sostegno sarà rimosso. Ciò potrebbe comportare un ridimensionamento dei bilanci attraverso la dismissione di attività improduttive al fine di migliorare la capacità di creazione di profitto. Ristrutturazioni di questo tipo sono di fatto già state avviate nel caso di alcune grandi banche dell'area dell'euro.

Nelle sezioni seguenti si esamineranno aspetti specifici relativi alle singole misure.

RIENTRO DAL RAFFORZAMENTO DEI PROGRAMMI DI ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI

Nell'Unione europea il dibattito sul rientro dal rafforzamento delle garanzie sui depositi è incen-

26) Maggiori dettagli sugli effetti per i conti pubblici nell'area dell'euro sono contenuti nell'articolo *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro* pubblicato nel numero di luglio del 2009 di questo Bollettino.

trato intorno a una riforma coordinata dei fondi di assicurazione dei depositi, la quale consisterebbe essenzialmente in un aumento dei massimali di assicurazione (rispetto a quelli vigenti prima della crisi), ma anche in un'accelerazione dei rimborsi in caso di insolvenza. I massimali di assicurazione sono già stati innalzati e, in vari paesi, si è accordata l'assicurazione illimitata dei depositi. Al momento non si è ancora discusso di un termine specifico per la rimozione dell'assicurazione illimitata dei depositi. Negli Stati Uniti il massimale di assicurazione vigente pari a 250.000 dollari per depositante giungerà a scadenza alla fine del 2013, quando sarà ridotto a 100.000 dollari.

RIENTRO DAI PROGRAMMI DI GARANZIA ALLE EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI BANCARIE

I programmi dove il prezzo della garanzia è fisso forniscono già degli incentivi, basati sulle quotazioni di mercato, per la rinuncia al ricorso alle garanzie, nella misura in cui il miglioramento delle condizioni di mercato accrescerà il costo di emissione delle obbligazioni garantite rispetto a quello delle obbligazioni ordinarie. Le figure 5 e 6 mostrano che le banche dell'area dell'euro hanno già avviato il processo di rientro rimpiazzando le emissioni assistite da garanzia governativa con obbligazioni non garantite. Tuttavia, potrebbe essere prematuro concludere in generale che le banche abbiano ripreso a finanziarsi sul mercato, giacché molti istituti potrebbero tuttora confrontarsi con serie difficoltà.

Negli Stati Uniti il Debt Guarantee Program è stato prorogato di sei mesi fino alla fine dell'ottobre del 2009. Nel contempo, sono state innalzate le commissioni richieste per il debito emesso dopo il 1° aprile 2009 e per quello con scadenza superiore al 30 giugno 2012²⁷⁾. Ciò ha di fatto avviato il processo di rientro dal Debt Guarantee Program. Tale programma è stato rimpiazzato da un "programma di garanzia d'emergenza" che scadrà alla fine dell'aprile del 2010. Le commissioni per il debito emesso nel quadro del nuovo programma di emergenza ammontano ad almeno 300 punti base, ma potranno essere superiori a seconda dei rischi collegati al soggetto emittente.

RIENTRO DALLE INIEZIONI DI CAPITALE

In linea generale esistono due approcci possibili per il rientro dai programmi di ricapitalizzazione pubblica. Il primo è che il governo venda sul mercato privato le sue partecipazioni. Attualmente, l'unico caso di questo tipo è stata la cessione della partecipazione del governo svizzero in UBS agli investitori istituzionali. Esistono poi varie opzioni alternative e generalmente complementari a disposizione delle banche per raccogliere capitale al fine di rimborsare la quota partecipativa dell'operatore pubblico. La strategia principale, adottata in occasione delle operazioni di rimborso da parte di grandi banche in Francia e nel Regno Unito, è quella di raccogliere capitali sul mercato privato. Essa è stata affiancata dall'accantonamento degli utili, dalla riduzione del grado di leva finanziaria e dalla conversione in azioni ordinarie del patrimonio supplementare (*tier 2*) detenuto da investitori privati.

Se da un lato il rientro dai programmi di garanzia è ancora in fase di discussione, quello dalle ricapitalizzazioni è già iniziato. Le banche statunitensi sono state le prime a muoversi in questa direzione già dalla fine di marzo del 2009. Ad oggi esse hanno rimborsato il 16 per cento del capitale ricevuto. In un primo momento il fenomeno aveva interessato principalmente gli istituti di piccole dimensioni. Solo successivamente ai risultati delle prove di stress condotte dalle autorità statunitensi le banche maggiori sono state autorizzate a rimborsare il Tesoro USA, dando luogo all'ondata di rimborsi osservata nel giugno del 2009.

Nell'Unione europea la prima banca ad emettere nuove azioni per rimborsare i 4,4 miliardi di euro ricevuti dal governo è stata Lloyds TSB nel giugno del 2009. A tale operazione ha fatto seguito in agosto la vendita per 4 miliardi di euro delle azioni di UBS detenute dal governo svizzero. Nell'autunno del 2009 varie grandi banche francesi hanno annunciato l'intenzione di rimborsare le iniezioni di capitale ricevute dal governo. I loro rimborsi ammontano a ol-

27) Vedi <http://www.fdic.gov/regulations/resources/TLGP/faq.html>.

tre la metà dell'ammontare di capitale pubblico complessivamente conferito alle banche in Francia. Questi sviluppi segnalano che il rientro dai programmi statali è in atto anche nell'Unione europea.

Nel complesso, gli sviluppi recenti sembrano indicare che gli incentivi predisposti dai governi per favorire il rimborso anticipato si siano dimostrati efficaci per le banche che hanno registrato buoni risultati. Un rientro precoce è generalmente fattibile per gli istituti meno colpiti dalla crisi finanziaria e per quelli che sono riusciti rapidamente a segnare un'inversione di rotta. L'andamento favorevole registrato dai loro utili li agevola nella raccolta di nuovi capitali sul mercato e nell'utilizzo di parte dei proventi per restituire gli aiuti statali ricevuti. Tuttavia, per altre banche beneficiarie del sostegno governativo risulterà notevolmente più difficile rimborsare i governi. Di fatto, l'incentivo al rimborso anticipato potrà rivelarsi perlopiù inefficace nel caso degli istituti impossibilitati a raccogliere capitali nei mercati privati o a trattenere parte degli utili. Per loro, le opzioni a disposizione per procedere al rimborso sono più limitate e potrebbero comportare la necessità di ridurre il grado di leva finanziaria e/o di dismettere unità operative. In definitiva, occorrerà molto più tempo prima che queste banche possano restituire i capitali ricevuti. Va inoltre notato che le banche che finanziano i rimborsi mediante la riduzione della leva finanziaria potrebbero ridimensionare l'attività di prestito, aumentando il rischio di restrizioni del credito per l'economia reale. In aggiunta, l'esempio della Svizzera dimostra che i governi stessi possono prendere l'iniziativa di rientro mediante la cessione delle proprie partecipazioni. Tuttavia, tale soluzione richiede un aumento dei corsi azionari sufficiente a tutelare gli interessi dei contribuenti e la presenza di mercati in grado di assorbire le ingenti partecipazioni statali.

RIENTRO DAI PROGRAMMI DI SOSTEGNO DEGLI ATTIVI

Gran parte del sostegno agli attivi è stato fornito attraverso provvedimenti *ad hoc* adattati alle singole istituzioni. I rari programmi nazionali in

questo ambito sono stati introdotti soltanto negli ultimi mesi (in Irlanda, Germania e negli Stati Uniti). L'attuazione di misure a sostegno di singoli intermediari nel contesto di tali programmi è ancora in corso. Di norma, viene annunciato un periodo di accettazione delle domande durante il quale le istituzioni finanziarie che soddisfano i requisiti previsti possono aderire al programma. Una volta terminato tale periodo, il programma viene chiuso e non vi si può più aderire.

Poiché il sostegno agli attivi è accordato per la durata delle attività sottostanti, le misure al riguardo si estinguono in genere automaticamente. Va tuttavia notato che, a causa della scadenza a lungo termine delle attività interessate, tali misure resteranno in vigore per un periodo di tempo considerevole.

In linea di principio, i provvedimenti di sostegno agli attivi possono essere revocati prima della scadenza delle attività che ne beneficiano. Nel caso delle misure di rimozione delle attività, il gestore (sia esso un investitore privato, come nel caso del PPP statunitense, o un'agenzia governativa, come la NAMA in Irlanda) può vendere le attività qualora i prezzi di mercato migliorino. Quanto alle misure di assicurazione degli attivi, in base alle quali le attività sono separate (*ring-fencing*) e rimangono nei bilanci dell'istituzione finanziaria, quest'ultima può mettere termine al meccanismo di garanzia. A tutt'oggi non si è ancora osservato un rientro anticipato di questo tipo, ma è peraltro vero che questi provvedimenti sono stati introdotti solo di recente. Ciò che è invece avvenuto in alcuni casi è la rinuncia, da parte di alcune banche, a forme di sostegno che erano state annunciate, ma non ancora messe in atto. Negli Stati Uniti, successivamente alla pubblicazione dei risultati del Supervisory Capital Assessment Program, Bank of America ha annunciato di non voler procedere con il provvedimento di assicurazione degli attivi precedentemente concordato con il Tesoro USA, il Federal Reserve System e la FDIC. Di conseguenza, il meccanismo di separazione delle attività è stato abbandonato prima di essere attuato, e Bank of America ha

dovuto corrispondere alle autorità una penalità di 425 miliardi di dollari nel settembre del 2009 a fronte della protezione implicitamente ricevuta a partire dall'annuncio dell'accordo di assicurazione degli attivi. Nel Regno Unito, nel novembre 2009 Lloyds ha terminato l'accordo siglato nel marzo del 2009 con il governo per la ripartizione delle perdite relative a un portafoglio di attività del valore di 260 miliardi di sterline. La decisione è stata motivata dalle migliorate condizioni di mercato, che hanno consentito alla banca di raccogliere capitali sufficienti a coprire autonomamente le eventuali perdite su tale portafoglio. Lloyds è stata tenuta al pagamento di una penalità di 2,5 miliardi di sterline.

In sintesi, il rientro dalle misure di sostegno degli attivi potrebbe essere meno complesso della loro introduzione. Esso non è stato tuttavia ancora oggetto di dibattito, dal momento che tali misure sono state adottate solo di recente o sono attualmente ancora in fase di attuazione.

5 CONCLUSIONI E PROSPETTIVE

Un elemento fondamentale della gestione della crisi sono state le misure di ampio respiro adottate dall'operatore pubblico a sostegno del settore finanziario. Per quanto riguarda i provvedimenti utilizzati, le risposte date alla crisi nell'Unione europea sono state sostanzialmente analoghe a quelle degli Stati Uniti. In primo luogo, i governi dell'UE e degli Stati Uniti hanno impiegato strumenti simili (garanzie governative, iniezioni di capitale e di liquidità e protezione degli attivi). In secondo luogo, oltre che nella gamma, le misure intraprese sono risultate comparabili anche in termini di entità. Così come l'Unione europea, anche gli Stati Uniti sono ricorsi a una combinazione di interventi *ad hoc* mirati a singole istituzioni e di programmi per venire incontro alle esigenze più ampie del sistema finanziario. Esistono tuttavia differenze di rilievo. Una di queste concerne l'ingente ammontare dei rimborsi già effettuati dalle banche statunitensi, e in parte attribuibili

al fatto che le iniezioni di capitale sono state obbligatorie per le grandi banche statunitensi, mentre in Europa l'adesione a tali programmi è stata di norma volontaria. Le banche della Francia, infatti, dove le iniezioni di capitale avevano carattere obbligatorio, hanno anch'esse già cominciato a restituire una significativa quota dei capitali ricevuti.

All'interno dell'Unione europea sono emerse notevoli differenze nella risposta alla crisi. Esse riflettono in parte l'entità dei problemi gravanti sui singoli sistemi bancari, il grado di esposizione di questi ultimi alle attività deteriorate e, potenzialmente, le restrizioni collegate alle finanze pubbliche, che limitano gli impegni assumibili. Più specificamente, vari paesi europei hanno introdotto programmi volti a risolvere i problemi dei rispettivi sistemi finanziari, mentre molti altri sono ricorsi a misure *ad hoc* destinate a singole istituzioni. Considerata la varietà degli approcci adottati in Europa, gli Stati Uniti si situano in una posizione intermedia. A titolo di esempio, l'innalzamento dell'assicurazione dei depositi statunitensi a 250.000 dollari, che appare elevato rispetto alla media europea, risulta irrisorio se confrontato all'assicurazione illimitata offerta da alcuni paesi dell'UE.

Guardando al futuro, occorre trarre una serie di insegnamenti dall'esperienza di offerta di sostegno pubblico al settore finanziario. Fra questi il primo è che, sebbene il processo di coordinamento a livello di UE abbia complessivamente funzionato bene, vi è ancora un margine di miglioramento per affrontare i problemi di solvibilità degli intermediari finanziari operanti in più giurisdizioni. Il secondo insegnamento attiene all'esigenza di maggiore coerenza per quanto riguarda gli strumenti e gli approcci adottati nella gestione e risoluzione della crisi. Infine, occorre limitare il rischio di *moral hazard*, ossia di comportamenti opportunistici da parte degli operatori di mercato dovuti all'offerta di sostegno pubblico. Ciascuna di queste questioni è attualmente oggetto di discussione a livello sia europeo sia internazionale.

PROSPETTIVE PER GLI SQUILIBRI REALI E FINANZIARI E PER UN PROCESSO DI CORREZIONE A LIVELLO MONDIALE



Questo articolo intende far luce sugli squilibri reali e finanziari a livello mondiale, che sono da qualche tempo al centro del dibattito internazionale sulle politiche economiche e che probabilmente vi resteranno negli anni a venire. A tal fine si concentra in particolare sul legame tra la formazione degli squilibri negli anni precedenti la crisi finanziaria e la crisi stessa, oltre che sulle sfide e i rischi per l'economia mondiale connessi alla gestione di tali squilibri in futuro. In aggiunta, analizza il nuovo programma internazionale di politica economica varato dal G20 al vertice di Pittsburgh del settembre 2009 con lo scopo di correggere gli squilibri mondiali – in particolare attraverso il Quadro del G20 per una crescita solida, sostenibile ed equilibrata – ed esamina i motivi dell'importanza di tale esercizio per il futuro dell'economia mondiale.

L'articolo si sofferma su tre punti principali. In primo luogo, mostra come la formazione di ampi squilibri reali e finanziari a livello mondiale abbia costituito uno dei primi sintomi della crisi e abbia inoltre riflesso cause comuni, in particolare politiche non coerenti con posizioni esterne sostenibili sia nelle economie in disavanzo sia in quelle in avanzo. In secondo luogo, spiega come la successiva riduzione degli squilibri di conto corrente a livello mondiale connessa alla crisi sembri costituire un andamento in larga misura ciclico che potrebbe mutare di segno al consolidarsi della ripresa economica, nell'ipotesi di politiche invariate. In terzo luogo, suggerisce la possibilità che l'eventuale riemergere di squilibri reali e finanziari su scala mondiale, in presenza di un insufficiente riequilibrio dei profili di crescita a livello internazionale, comporti rischi ancora notevoli per l'economia globale ove non siano attuate misure rigorose di aggiustamento strutturale nei paesi in precedenza contraddistinti da ampi squilibri esterni. A questo riguardo, l'articolo conclude che è importante per le principali economie in avanzo e in disavanzo porre in essere gli impegni assunti al vertice del G20 di Pittsburgh e garantire una riduzione ordinata e durevole degli squilibri mondiali nel periodo a venire.

I INTRODUZIONE

Gli squilibri reali e finanziari sono da qualche tempo al centro del dibattito internazionale sulle politiche economiche, e probabilmente vi resteranno anche negli anni a venire. Non sorprende notare come l'economia mondiale sia contraddistinta da differenze tra paesi per quanto concerne il comportamento di risparmio e di investimento delle amministrazioni pubbliche, delle famiglie e delle imprese. Per definizione, esse si rispecchiano a livello esterno nel profilo dei flussi mondiali in conto corrente e capitale, che in ultima analisi dipendono da diversi fattori sia ciclici sia strutturali.

Nella misura in cui sono sostenibili e riflettono meccanismi di mercato, tali differenze non costituiscono necessariamente una fonte di preoccupazione. Destano timori nei responsabili delle politiche economiche e richiedono interventi correttivi sul piano di queste ultime solo quando rappresentano la conseguenza di distorsioni,

oppure quando si ritiene che presentino rischi sostanziali per l'economia mondiale (compresa la possibilità di un loro riassorbimento disordinato). A questo proposito, numerosi osservatori – compresa la BCE ¹⁾ – hanno considerato la formazione di ampi squilibri reali e finanziari negli anni precedenti lo scoppio della crisi un fattore di rischio importante per l'economia mondiale. Pur essendosi ridotti durante la crisi, gli squilibri potrebbero tornare ad ampliarsi una volta superata quest'ultima e, conseguentemente, continuare a presentare rischi significativi per l'economia mondiale.

1) Ad esempio, l'Editoriale del Bollettino mensile segnalava già nel dicembre 2002 che “i persistenti squilibri internazionali incidono negativamente sul clima di fiducia” e nel gennaio 2004 che “l'incertezza continua a essere legata a perduranti squilibri esterni in alcune regioni del mondo e alle loro potenziali ripercussioni sulla sostenibilità della crescita economica mondiale” e che tale sfida “va affrontata mediante politiche macroeconomiche sostenibili e riforme strutturali atte a promuovere un sano equilibrio fra risparmio e investimento in tutti i principali paesi partner, ad accrescere il potenziale produttivo nell'area dell'euro e a sostenere l'ulteriore espansione degli scambi di beni e servizi a livello mondiale”.

Questo articolo si prefigge un triplice scopo. In primo luogo, mira a chiarire i motivi dell'insostenibilità del precedente accumulo di squilibri mondiali e spiegare perché questo ha comportato dei rischi notevoli per l'economia su scala internazionale (cfr. la sezione 2). In secondo luogo, cerca di mostrare la natura parziale e temporanea della riduzione degli squilibri osservata durante la crisi e la possibilità che questi ultimi tornino ad ampliarsi nel prossimo futuro (cfr. la sezione 3). In terzo luogo, analizza il programma internazionale di politica economica per la correzione degli squilibri a livello mondiale volto a garantire – in particolare nel contesto del G20 – sia il riassorbimento durevole e ordinato degli squilibri sia una ripresa sostenuta dell'economia globale (cfr. la sezione 4).

2 GLI SQUILIBRI MONDIALI E LA CRISI

Questa sezione esamina i principali andamenti degli squilibri mondiali negli anni precedenti la crisi, oltre che il dibattito sulla natura del legame tra la formazione di tali squilibri e la crisi stessa.

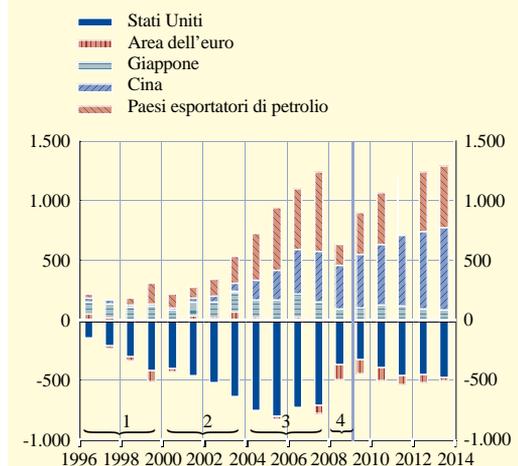
2.1 ANDAMENTI DEGLI SQUILIBRI MONDIALI DALLA METÀ DEGLI ANNI '90

In un'economia globalizzata, le differenze tra paesi in termini di profili di risparmio e di investimento del settore privato e di quello pubblico si riflettono in squilibri esterni che aumentano o si riducono nel tempo di pari passo con le decisioni degli operatori economici e che costituiscono una fonte di preoccupazione per l'economia mondiale solo quando riflettono distorsioni o comportano rischi per quest'ultima.

L'evoluzione del conto corrente delle principali economie con saldi in avanzo e in disavanzo negli ultimi 15 anni può di fatto essere suddivisa in diversi periodi, a indicare che la natura degli squilibri si è modificata e che in momenti diversi hanno agito fattori e contesti economici differenti. Blanchard e Milesi-Ferretti (2009)²⁾ individuano quattro periodi principali a partire dalla metà degli anni '90 (cfr. figura 1).

Figura 1 Squilibri mondiali di conto corrente dalla metà degli anni '90: quattro periodi principali

(in miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: *World Economic Outlook* dell'FMI (ottobre 2009).

Nota: La linea verticale è tracciata in corrispondenza dell'ultima pubblicazione ufficiale dei dati a fine 2008. Per il periodo successivo la figura si basa su proiezioni degli esperti dell'FMI.

Nel primo periodo (1996-2000), gli andamenti del conto corrente nelle principali economie in avanzo e disavanzo sono stati per lo più determinati dalle differenze in termini di redditività percepita e riallocazione dei capitali. Da un lato, in alcune economie avanzate (e in particolare negli Stati Uniti) la forte espansione del settore dell'alta tecnologia e le aspettative di crescita della produttività hanno fatto aumentare gli investimenti e, di conseguenza, ampliare il disavanzo corrente. Dall'altro, in Asia la crisi nella regione e la protratta recessione giapponese hanno determinato un calo degli investimenti e un conseguente aumento degli avanzi correnti.

Il secondo periodo (2001-04) ha visto un calo del risparmio statunitense, riconducibile in larga misura al settore pubblico. Da un lato, negli Stati Uniti il risparmio netto delle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile e questo ha dato origine a un'ulteriore crescita del disavanzo corrente nonostante la decelerazione ciclica.

2) Blanchard, O., G.M. Milesi-Ferretti (2009), "Global Imbalances: In Midstream?", *Staff Position Note* dell'FMI, SPN/09/29, dicembre 2009.

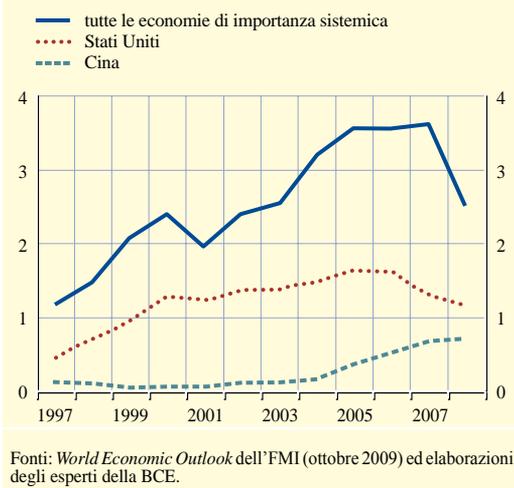
Dall'altro, mentre nei paesi emergenti dell'Asia e in Giappone il quadro è rimasto per lo più invariato, nelle economie esportatrici di petrolio hanno iniziato ad accumularsi avanzi correnti.

Gli sviluppi nel terzo periodo (2005-08) sono intervenuti in concomitanza con una fase di rapida ascesa dei corsi delle attività finanziarie, aumento delle quotazioni petrolifere e sostenuto accumulo di riserve da parte delle economie emergenti. Per quanto concerne i principali paesi in disavanzo, negli Stati Uniti il calo del risparmio privato (il saggio di risparmio delle famiglie è sceso al di sotto del 2 per cento), l'incremento di valore delle attività finanziarie, il rialzo delle quotazioni immobiliari e la forte espansione dei flussi di capitali (in particolare, di debito) hanno fatto ampliare il disavanzo corrente, che nel 2006 ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi cinquanta anni (a circa il 6 per cento del PIL). Le economie emergenti con saldi di conto corrente positivi hanno registrato un'ulteriore crescita dell'avanzo, che è stata particolarmente consistente in Cina (a oltre il 10 per cento del PIL) e nei paesi esportatori di petrolio. Ciò ha altresì dato origine a un forte accumulo di riserve in tali paesi, i cui regimi di cambio non consentivano un apprezzamento significativo della moneta locale rispetto al dollaro statunitense.

Il quarto periodo, che è iniziato nel 2008 e ha coinciso con le turbolenze finanziarie, è stato associato a una riduzione degli squilibri mondiali che ha riflesso in larga parte: i ribassi delle materie prime tra la metà del 2008 e gli inizi del 2009, con il conseguente ridimensionamento degli avanzi correnti nei paesi esportatori di petrolio e della spesa petrolifera nelle principali economie in disavanzo (in particolare, gli Stati Uniti); fattori connessi alla crisi finanziaria, quali la flessione degli investimenti e dei consumi privati negli Stati Uniti, compresi gli effetti ricchezza negativi riconducibili alla correzione dei prezzi delle attività e ai livelli eccezionalmente elevati di incertezza; la forte contrazione dei flussi commerciali internazionali; le misure di stimolo fiscale adottate in Cina, che hanno concorso a ridurre l'avanzo corrente del paese nel 2009.

Figura 2 Saldi di conto corrente in termini assoluti

(in percentuale del PIL mondiale)



2.2 IL NESSO TRA GLI SQUILIBRI MONDIALI E LA CRISI

La formazione di squilibri su scala internazionale è stata riconosciuta in fase relativamente precoce come un fattore di rischio notevole per l'economia globale. Esaminando i saldi correnti in rapporto al PIL mondiale, si rileva in particolare che la dimensione assoluta degli squilibri nelle principali economie in disavanzo e in avanzo è aumentata pressoché ininterrottamente (se si eccettua la recessione del 2001-02) e ha raggiunto un massimo subito prima della crisi (cfr. figura 2)³⁾.

È emerso il timore che tali sviluppi potessero determinare un riassorbimento improvviso e disordinato degli squilibri⁴⁾ e si è ritenuto che, per evitarlo, fossero necessari interventi correttivi di

- 3) In termini assoluti, nel 2007 i saldi di conto corrente delle economie di importanza sistemica hanno raggiunto nel loro insieme un livello corrispondente a quasi il 4 per cento del PIL mondiale. Tale livello è riconducibile per la metà a Stati Uniti e Cina.
- 4) Ciò è stato già indicato nel *World Economic Outlook* dell'FMI del settembre 2005, oltre che in studi accademici. Cfr. Obstfeld, M., K. Rogoff (2005), "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity* (1), pagg. 67-123.

politica economica. L'area dell'euro ha registrato un saldo esterno molto vicino al pareggio per l'intero periodo. Assieme alle altre principali economie mondiali – Stati Uniti, Cina, Giappone e Arabia Saudita (a esemplificare i paesi esportatori di petrolio) – ha deciso di partecipare nel 2006-07 a una tornata di “consultazioni multilaterali” organizzate sotto l'egida dell'FMI per definire politiche in grado di assicurare il riassorbimento ordinato degli squilibri, preservando al tempo stesso i tassi sostenuti di crescita mondiale osservati tra il 2000 e il 2005. I partecipanti alle consultazioni hanno raggiunto un accordo su quali misure correttive fosse necessario intraprendere⁵⁾. La loro attuazione nei singoli paesi non è stata tuttavia sufficiente, e gli squilibri hanno iniziato a ridursi solo successivamente, durante la recessione mondiale che ha fatto seguito alla crisi finanziaria⁶⁾.

A quasi tre anni dall'inizio delle turbolenze finanziarie, la natura del nesso tra la formazione di ampi squilibri mondiali e la crisi finanziaria resta oggetto di estese discussioni tra gli osservatori. Alcuni ritengono che gli squilibri non siano collegati alla crisi e che vadano invece ricondotti principalmente alle carenze del quadro regolamentare e di vigilanza, oltre che a fattori microeconomici.

Secondo altri, gli squilibri hanno amplificato i meccanismi che hanno finito per scatenare la crisi⁷⁾. I titoli del Tesoro statunitense sarebbero stati ampiamente percepiti come la principale riserva di valore disponibile alle economie emergenti dato il loro sottosviluppo finanziario e questo, assieme all'offerta insufficiente di attività sicure su scala mondiale, ha indotto il sistema finanziario degli Stati Uniti a creare attività sicure cartolarizzando titoli sempre più rischiosi. Altri ancora vedono negli squilibri mondiali le principali determinanti della crisi, poiché hanno creato le condizioni macroeconomiche che l'hanno poi provocata: l'ampio divario fra risparmio nazionale e investimenti in alcune economie avanzate; gli afflussi di capitale dai paesi meno avanzati per colmare tale divario (contrariamente a quanto postulato dalle teorie economiche tradizionali); i bassi premi per il rischio, che si sono tradotti in bassi costi di finanziamento e nella ricerca di rendimenti più elevati a livello mondiale⁸⁾.

C'è, infine, chi reputa che gli squilibri mondiali e la crisi riflettano cause comuni, vale a dire politiche incoerenti con posizioni esterne sostenibili sia nei paesi in disavanzo sia in quelli in avanzo⁹⁾. Tra queste cause figurano: l'assenza di un orientamento macroeconomico a medio termine verso la stabilità e la sostenibilità; gli insufficienti meccanismi a garanzia dell'autodisciplina e dell'introduzione tempestiva di interventi correttivi nei paesi con saldi esterni insostenibili; l'agevole disponibilità di fondi per finanziare i disavanzi esterni, grazie all'ondata inedita di globalizzazione e innovazione nel settore finanziario; un'adeguata valutazione del rischio insito nelle distorsioni che contribuivano a far crescere gli squilibri mondiali, compresa l'esistenza di regimi di cambio rigidi in alcune economie in avanzo.

Non solo il nesso tra la crisi e la correzione degli squilibri mondiali, ma anche la natura della possibile correzione hanno dato origine a pareri discordi. Esisteva, di fatto, l'aspettativa diffusa che la correzione degli squilibri mondiali sarebbe semmai provenuta principalmente dal tasso di cambio. In particolare, le simulazioni di una

- 5) Cfr. “IMF's International Monetary and Financial Committee Reviews Multilateral Consultation”, Comunicato stampa n. 07/72, FMI, 14 aprile 2007.
- 6) Una panoramica dei fattori e degli andamenti principali negli squilibri reali e finanziari mondiali è contenuta in Bracke, T., M. Bussiere, M. Fidora, R. Straub (2008), *A framework for assessing global imbalances*, Occasional Paper della BCE, n. 78, gennaio 2008.
- 7) Caballero et al. (2008) segnalano l'esistenza di uno stretto collegamento tra gli squilibri mondiali persistenti, la crisi finanziaria e la volatilità dei corsi del petrolio e delle attività, sostenendo che tutti questi andamenti derivano da un contesto mondiale in cui scarseggiano attività finanziarie liquide e di qualità. Secondo tale ipotesi, si tratta di un problema di “squilibrio di attività sicure” più che di squilibri mondiali. Cfr. Caballero, R. J., E. Farhi, P.-O. Gourinchas (2008), *Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances*, Working Paper dell'NBER, n. 14521, dicembre 2008. Cfr. anche Caballero, R. J. (2009), “The ‘Other’ Imbalance and the Financial Crisis”, elaborato per la Lezione Paolo Baffi tenuta presso la Banca d'Italia il 10 dicembre 2009.
- 8) Cfr. Portes, R. (2009), *Global Imbalances*, London Business School. Cfr. anche CEPR, febbraio 2009.
- 9) Cfr. Obstfeld, M. e K. Rogoff (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, Discussion Paper del CEPR, n. 7606, dicembre 2009. Cfr. anche Lorenzo Bini Smaghi (2008), “The financial crisis and global imbalances: two sides of the same coin”, presentato all'Asia Europe Economic Forum, Pechino, il 9 dicembre 2008 e disponibile sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

“correzione repentina e disordinata” degli squilibri mondiali, concepite negli anni antecedenti la crisi ¹⁰⁾, impiegavano modelli che ipotizzavano in larga parte un improvviso calo della domanda di attività statunitensi, un corrispondente aggiustamento del dollaro e – in ultima istanza – una correzione del prodotto e del saldo commerciale degli Stati Uniti, in linea con una serie di influenti contributi accademici ¹¹⁾.

Tuttavia, la suddetta linea di pensiero è stata oggetto di diverse critiche nel periodo precedente la crisi. In primo luogo, alcuni hanno ritenuto che la correzione del saldo corrente statunitense non dovesse necessariamente passare per il canale del tasso di cambio, ma potesse anche risultare da un aggiustamento dal lato dell’offerta. Ciò avrebbe potuto, ad esempio, verificarsi anche nel caso in cui le economie in disavanzo avessero iniziato a produrre maggiori quantitativi di beni esportabili ¹²⁾. Il ruolo del tasso di cambio quale importante canale di aggiustamento è stato messo in discussione anche dall’evidenza empirica: nei precedenti episodi storici di forti squilibri correnti, la correzione è stata riconducibile alle variazioni relative di prezzo delle attività finanziarie e degli immobili più che ad ampi movimenti valutari.

In questo contesto, all’intensificarsi della crisi finanziaria tra settembre 2008 e marzo 2009, gli andamenti dei cambi su scala internazionale (che all’epoca erano determinati soprattutto da fenomeni di fuga verso la qualità e la liquidità delle attività denominate in dollari statunitensi e dal significativo rimpatrio di capitali negli Stati Uniti) hanno smentito i precedenti scenari di correzione degli squilibri mondiali attraverso il canale del tasso di cambio.

Concentrando l’attenzione sui canali dal lato della domanda, dai beni importati a quelli prodotti internamente, studi recenti hanno rilevato come la progressiva riduzione del disavanzo corrente statunitense vada di pari passo con una forte correzione del cambio. In un’ottica di più lungo periodo, basata sul ruolo del lato dell’offerta nel processo di correzione (con la tendenza verso una maggiore produzione di beni commerciabili), altri sostengono che misure volte a favorire

una reazione dal lato dell’offerta agevolerebbero la correzione esterna evitando una dipendenza esclusiva dalla domanda e dai movimenti del cambio, questi ultimi potenzialmente destabilizzanti per il sistema finanziario mondiale ¹³⁾. Alcuni reputano che l’esistenza di ampi movimenti valutari non costituisca necessariamente un elemento fondamentale nella correzione degli ampi squilibri correnti attuali, e che le variazioni relative di prezzo delle attività su scala mondiale possano nello specifico svolgere un ruolo maggiore in questo senso ¹⁴⁾.

3 PROSPETTIVE E SFIDE

La riduzione degli squilibri mondiali osservata dopo lo scoppio della crisi è probabilmente transitoria, nella misura in cui è riconducibile a fattori ciclici che verosimilmente verranno meno a partire dal 2010. Da un lato, si ritiene che il disavanzo corrente degli Stati Uniti sia calato al 2,6 per cento del PIL nel 2009 (la metà rispetto al massimo del 2006) e che si stabilizzi a circa il 2,7 per cento nel 2014 (cfr. tavola 1). Il lieve ampliamento previsto durante la ripresa dovrebbe essere di entità non paragonabile a quella registrata nelle precedenti recessioni. Dall’altro lato, si stima che l’avanzo corrente della Cina sia sceso a circa il 6 per cento del PIL alla fine del 2009 (da un livello prossimo al 10 per cento nel periodo precedente la crisi) e che quello dei paesi esportatori di petrolio si sia notevolmente ridimensionato (cfr. tavola 1).

10) Presentati, ad esempio, nell’edizione di settembre 2005 del *World Economic Outlook* dell’FMI.

11) Cfr. Obstfeld, M., K. Rogoff (2005), *Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments*, Brookings Papers on Economic Activity (1), pagg. 67-123.

12) Cfr. Fidora, M., M. Fratzscher e C. Thimann (2007), “Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate volatility”, *Journal of International Money and Finance*, 26, giugno 2007, pagg. 631-55.

13) Per il canale della domanda, cfr. Obstfeld, M. e K. Rogoff (2009), *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*, Discussion Paper del CEPR, n. 7606, dicembre 2009. Per gli effetti dal lato dell’offerta, cfr. Engler, P., M. Fidora, C. Thimann (2009), “External adjustment and the US current account: how supply-side changes affect an exchange rate adjustment”, *Review of International Economics*, Vol. 17(5), novembre 2009.

14) Cfr. Fratzscher, M., L. Juvenal e L. Sarno (2009), “Asset prices, exchange rates and the current account”, *European Economic Review*, dicembre 2009.

Tavola I Saldi di conto corrente in determinate economie

(in percentuale del PIL)

	2006	2007	2008	2009 (p)	2014 (p)
Mondo	0,4	0,5	0,3	0,2	1,1
Economie avanzate	-1,3	-0,9	-1,3	-0,7	-0,3
Stati Uniti	-6,0	-5,2	-4,9	-2,6	-2,7
Area dell'euro	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	-0,2
Giappone	3,9	4,8	3,2	1,9	1,5
Regno Unito	-3,3	-2,7	-1,7	-2,0	-2,0
Canada	1,4	1,0	0,5	-2,6	0,9
Economie emergenti e in via di sviluppo	5,2	4,3	3,9	2,0	3,6
Economie emergenti dell'Asia	6,1	7,0	5,9	5,0	5,4
Cina	9,5	11,0	9,8	7,8	8,4
India	-1,1	-1,0	-2,2	-2,2	-1,8
Paesi esportatori di petrolio	16,3	12,9	13,3	4,2	8,0

Fonte: *World Economic Outlook* dell'FMI (ottobre 2009).

Le attese di una nuova crescita degli squilibri mondiali vanno ricondotte in misura fondamentale al fatto che le determinanti cicliche della loro temporanea riduzione stanno già venendo meno. Tali determinanti sono costituite, fra l'altro, da: l'impatto del rialzo dei corsi del petrolio e delle materie prime sull'avanzo dei paesi esportatori e sul disavanzo di quelli importatori netti di greggio; il probabile influsso sfavorevole dei minori effetti ricchezza negativi connessi ai mercati immobiliari statunitensi e a quelli azionari mondiali sul risparmio del settore privato negli Stati Uniti; le conseguenze della ripresa della crescita economica e del commercio a livello mondiale. In particolare, negli Stati Uniti (la principale economia in disavanzo) permangono incertezze sulle prospettive per il risparmio del settore pubblico e di quello privato, oltre che sulla possibilità che quest'ultimo continui ad aumentare in linea con l'esigenza per le famiglie e le imprese di risanare i propri bilanci a seguito del crollo delle quotazioni delle attività finanziarie e immobiliari. Le prospettive per l'economia statunitense dipendono pertanto dall'azione di risanamento dei bilanci delle famiglie e dal perdurare di condizioni di debolezza nel mercato del lavoro. Si prevede che la crescita del risparmio del settore privato negli Stati Uniti presenti implicazioni negative sia per l'attività economica sia per il commercio mondiale.

La ripresa dell'interscambio internazionale dall'estate del 2009 può di fatto determinare auto-

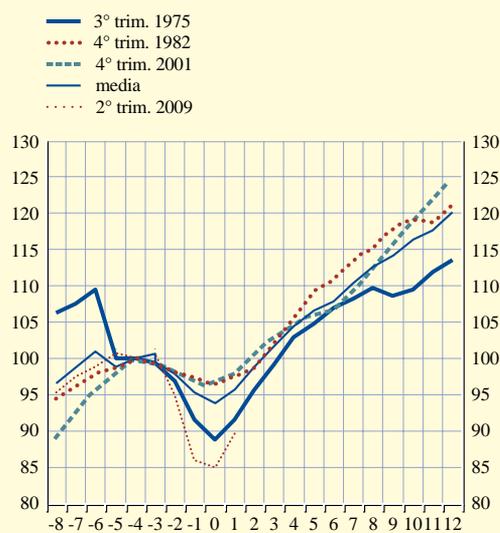
maticamente una nuova crescita degli squilibri mondiali, oltre che degli squilibri di conto corrente. La contrazione del commercio internazionale dopo il tracollo di Lehman Brothers ha riflesso soprattutto: un calo significativo della domanda mondiale e la posticipazione, da parte degli operatori privati, dell'acquisto di beni durevoli alla luce del livello insolitamente elevato di incertezza; l'amplificazione di questo shock attraverso le catene produttive internazionali; condizioni tese di finanziamento dell'interscambio mondiale, con il conseguente ulteriore aumento dell'incertezza. Tuttavia, l'esperienza storica insegna che l'impatto di questi fattori sul commercio potrebbe venire rapidamente meno allorché la ripresa cresca di intensità. I tre episodi principali di contrazione dell'interscambio mondiale osservati a partire dal 1945 sono stati sempre seguiti da un rapido recupero dei flussi di commercio internazionale (cfr. figura 3). Baldwin e Taglioni (2009), utilizzando i dati relativi a tali episodi per prevedere la ripresa delle esportazioni e delle importazioni nei due anni successivi alla metà del 2009, segnalano la possibilità di un rapido ampliamento degli squilibri esterni nelle principali economie in disavanzo e in avanzo in assenza di importanti modifiche strutturali o correzioni del tasso di cambio reale (cfr. figura 4). Gli squilibri possono essersi ridotti anche come conseguenza automatica del crollo dell'interscambio mondiale, ed è verosimile che tornino ad ampliarsi una volta che il commercio si

ARTICOLI

Prospettive per gli squilibri reali e finanziari e per un processo di correzione a livello mondiale

Figura 3 Andamenti delle importazioni mondiali durante i principali episodi di contrazione del commercio internazionale

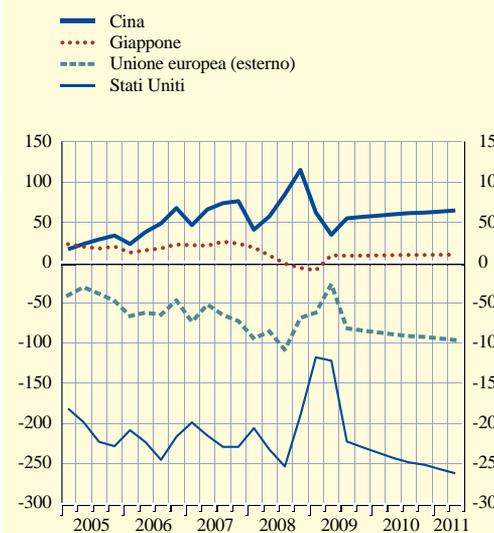
(quattro trimestri prima del punto di minimo = 100)



Fonti: OCSE (statistiche mensili sull'interscambio in termini reali).

Figura 4 Evoluzione simulata del saldo commerciale dell'Unione europea e delle principali economie in avanzo e in disavanzo

(in miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: OCSE (statistiche mensili sull'interscambio in termini reali)

sarà ripreso¹⁵⁾. È tuttavia probabile che i tassi di crescita dell'interscambio siano inferiori rispetto al periodo precedente il 2008, e che il livello del commercio mondiale non torni sui livelli antecedenti la crisi fino al 2011.

Gli squilibri mondiali torneranno probabilmente ad ampliarsi nel periodo a venire anche per un'altra ragione fondamentale, vale a dire perché è probabile che le principali determinanti strutturali della loro formazione iniziale restino in larga misura presenti e non consentano, pertanto, di controbilanciare un ampliamento originato da fattori ciclici. Servono quindi misure correttive strutturali per assicurare una riduzione durevole e ordinata degli squilibri. Tali misure andrebbero attuate appena possibile, poiché un loro impatto tangibile sulle rispettive posizioni di conto corrente si produce di norma con un certo ritardo.

Per quanto concerne le economie in avanzo, nei paesi emergenti dell'Asia i bassi livelli di protezione sociale continuano a favorire la crescita del risparmio interno, mentre il sottosviluppo del settore finanziario resta un incentivo a convogliare

re tale risparmio all'estero. È tuttavia verosimile che la portata di quest'ultimo andamento risenta negativamente dell'esistenza di diffuse restrizioni ai deflussi di capitali privati in alcune economie.

Un altro motivo per cui le economie asiatiche emergenti continueranno probabilmente a registrare notevoli avanzi correnti anche nel periodo a venire è costituito dal fatto che alcune assegnano alle esportazioni il ruolo di motore fondamentale della crescita. Invero, le autorità di alcuni di questi paesi sembrerebbero sempre più consapevoli della necessità di modificare il profilo della crescita riducendo la dipendenza dal settore delle esportazioni e rafforzando la domanda interna, e stanno valutando la possibilità di adottare riforme che fornirebbero un contributo in tal senso. Tuttavia, come tra l'altro già indicato in precedenza, ci vuole del tempo prima che una siffatta modifica

15) Come segnalato da Baldwin, R. e D. Taglioni (2009), "The illusion of improving global imbalances", 14 novembre 2009, (<http://www.voxeu.org>), oltre che dalla recensione di tale contributo fornita da Paul Krugman in "World Out of Balance", *The New York Times*, 15 novembre 2009, (<http://nytimes.com>).

Tavola 2 Riserve ufficiali di determinate economie emergenti

(in miliardi di dollari statunitensi)

	4° trim. 2008	1° trim. 2009	2° trim. 2009	3° trim. 2009
Tutte le economie emergenti	4.265	4.175	4.483	4.738
Economie emergenti dell'Asia	3.321	3.337	3.608	3.836
Cina	1.946	1.954	2.132	2.273
India	247	241	254	264
Corea	200	206	231	249
Paesi prossimi all'Unione europea	536	458	491	500
Russia	406	334	365	368
America latina	408	379	384	401
Brasile	191	188	196	211

Fonti: *International Financial Statistics* dell'FMI e statistiche nazionali.

Note: Tali cifre non comprendono le attività finanziarie detenute da enti pubblici diversi dalle banche centrali, quali i fondi di ricchezza sovrani, né le attività sull'estero detenute da soggetti privati. Per "Paesi prossimi all'Unione europea" si intendono la Russia e i paesi europei appartenenti alla CSI, le nazioni lungo le coste meridionali e orientali del Mediterraneo, il Medio Oriente e l'Africa subsahariana.

del profilo di crescita possa essere introdotta e possa iniziare a produrre risultati effettivi.

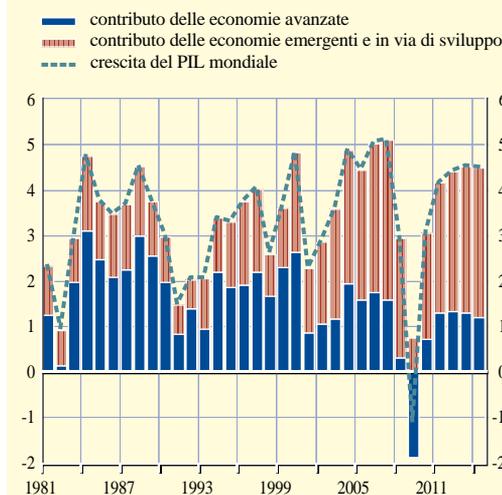
Occorre altresì considerare che, dal punto di vista dei paesi emergenti con ampie riserve, la crisi finanziaria potrebbe essere interpretata come una dimostrazione dell'utilità di accumulare stock ancora maggiori di disponibilità ufficiali come protezione contro il rischio di crisi future. Bisogna tuttavia distinguere tra i casi in cui le riserve sono impiegate per fornire liquidità in valuta e quelli in cui sono invece destinate ad altri scopi, per esempio a finanziare le azioni di stimolo, come è avvenuto in diversi paesi. A questo proposito, vale la pena di rilevare come nel terzo trimestre del 2009 le disponibilità ufficiali delle economie emergenti fossero già superiori al livello antecedente l'intensificarsi della crisi nel terzo trimestre dell'anno prima, anche se diversi paesi avevano già dovuto utilizzarne una parte consistente per sostenere le rispettive monete a cavallo tra il 2008 e il 2009 (cfr. tavola 2).

Un ultimo fattore strutturale che segnalerebbe la possibilità di un nuovo ampliamento degli squilibri in futuro è costituito dal profilo asimmetrico della crescita mondiale. In particolare, allorché la crisi perdeva di intensità, i differenziali di crescita tra le principali economie con avanzi e disavanzi esterni si sono ampliati, in un contesto in cui i paesi emergenti dell'Asia hanno guidato la ripresa. Dalla figura 5 si evince che i mercati emergenti, la cui espansione è trainata dalle

esportazioni, sono diventati un motore sempre più importante della crescita mondiale a partire dagli anni '80, e che secondo l'FMI dovrebbero mantenere tale ruolo anche negli anni a venire. Ciò potrebbe avere delle implicazioni per la configurazione dei conti correnti a livello mondiale poiché, tra tutti, i paesi emergenti dell'Asia hanno registrato la correzione più limitata dei rispettivi avanzi correnti dagli inizi della crisi.

Figura 5 Crescita del prodotto mondiale in termini reali

(variazioni percentuali annue; in punti percentuali)



Fonti: *World Economic Outlook* dell'FMI (ottobre 2009) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

In prospettiva, il riemergere di squilibri reali e finanziari su scala internazionale e il grado limitato di riequilibrio dei profili di crescita a livello mondiale potrebbero presentare rischi aggiuntivi sostanziali per l'economia globale se non verranno adottate con tempestività misure correttive. La ripresa mondiale può prefigurare, da un lato, un ritorno al precedente scenario di forte crescita, nel quale l'avanzo delle economie emergenti dell'Asia riprenda a espandersi assieme all'incremento delle esportazioni e, dall'altro, un nuovo ampliamento del disavanzo nelle economie sviluppate, soprattutto se non verrà operata una decisa riduzione di quello del settore pubblico. Ciò determinerebbe un nuovo aumento degli squilibri, con la conseguenza di ulteriori rischi per l'economia mondiale. Uno scenario alternativo di espansione modesta, fondato sull'ipotesi di una più contenuta crescita potenziale nelle economie avanzate in uscita dalla crisi, darebbe origine a squilibri lievemente ridotti ma anche a tassi di incremento del prodotto mondiale molto inferiori in quanto farebbe vacillare il modello di crescita basato sulle esportazioni delle economie emergenti. Di conseguenza, sia le economie sviluppate sia quelle emergenti dovrebbero essere interessate a un'alternativa che preveda una maggiore crescita e minori squilibri. Tale obiettivo viene discusso nella prossima sezione.

4 IL PROGRAMMA INTERNAZIONALE DI POLITICA ECONOMICA PER LA CORREZIONE DEGLI SQUILIBRI SU SCALA MONDIALE

4.1 IL QUADRO DEL G20

Con lo scopo di affrontare le suddette sfide e garantire una riduzione ordinata e durevole degli squilibri reali e finanziari mondiali, oltre che una ripresa sostenuta su scala internazionale, i leader del G20 riunitisi nel vertice di Pittsburgh del settembre 2009 hanno varato un "Quadro per una crescita solida, sostenibile ed equilibrata" che include un impegno a "promuovere posizioni correnti più equilibrate". Il G20, che si è autodefinito "l'istanza privilegiata per la cooperazione economica internazionale", intende riuni-

re le economie di rilevanza sistemica di tutto il mondo per concordare politiche che potrebbero concorrere a modificare il profilo della domanda su scala mondiale e garantire una crescita solida, sostenibile ed equilibrata.

Nello specifico, i membri del G20 con "disavanzi esterni ampi e significativi" si sono impegnati ad "attuare politiche di sostegno al risparmio del settore privato e di risanamento dei bilanci, mantenendo nel contempo mercati aperti e rafforzando i settori di esportazione". Quelli con "avanzi esterni ampi e significativi" hanno invece convenuto di "rafforzare le fonti di crescita interne". A seconda delle circostanze nazionali, ciò potrebbe comportare l'aumento degli investimenti, la riduzione delle distorsioni nei mercati finanziari, l'aumento della produttività nel settore dei servizi, il miglioramento dei sistemi di protezione sociale e l'eliminazione dei vincoli alla crescita della domanda¹⁶⁾. Tali impegni dovrebbero trovare riflesso nei piani per le politiche economiche a medio termine elaborati dai membri del G20, che saranno valutati prima sulla base della loro compatibilità reciproca e poi in termini della loro coerenza con l'obiettivo generale di una "crescita solida, sostenibile ed equilibrata". L'FMI e le altre istituzioni finanziarie internazionali parteciperanno a tale valutazione nella misura del necessario. Il calendario per l'attuazione del quadro del G20 prevede una serie di tappe specifiche. In primo luogo, alla fine di gennaio 2010 i paesi del G20 hanno definito l'assetto delle politiche economiche e i relativi programmi nazionali, che sono poi stati discussi in febbraio con l'FMI per chiarirli e valutarne la compatibilità reciproca. In secondo luogo, nella prossima riunione di primavera i ministri e i governatori del G20 si impegneranno in una prima discussione dell'impatto aggregato dei programmi dei singoli paesi a livello

16) Il quadro stabilito a Pittsburgh si ispira in parte alle politiche concordate durante la tornata di consultazioni multilaterali condotta dall'FMI sugli squilibri finanziari nel periodo 2006-07 (con la partecipazione di Cina, area dell'euro, Giappone, Stati Uniti e Arabia Saudita) e in parte a successive analisi del Fondo (cfr., ad esempio: Blanchard, O., "Sustaining a Global Recovery", *Finance & Development*, Vol. 46, n. 3, settembre 2009; "Beyond 2010: How will the global economy rebalance?", *World Economic Outlook* dell'FMI, ottobre 2009).

mondiale. In terzo luogo, l’FMI elaborerà scenari di politica economica che saranno analizzati dai leader del G20 in giugno. Ciò consentirà di elaborare accurate valutazioni reciproche finali e raccomandazioni più specifiche sul piano delle politiche da sottoporre all’esame e all’approvazione dei leader del G20 in occasione del vertice che si terrà a Seoul nel novembre 2010.

4.2 SFIDE CONNESSE ALL’ATTUAZIONE DEGLI IMPEGNI DEL G20

In questo contesto resta da vedere se le principali economie in disavanzo e in avanzo realizzeranno progressi significativi nell’attuazione di quanto concordato al vertice del G20 di Pittsburgh. L’esperienza della precedente tornata di consultazioni multilaterali sugli squilibri mondiali tenutasi nel 2006-07, che ha visto i paesi interessati non rispettare appieno gli impegni assunti sul piano delle politiche economiche, segnala come il successo di un siffatto esercizio dipenda in misura fondamentale dalla volontà delle singole economie di tener fede alle proprie promesse. Il nuovo quadro del G20 presenta sostanziali differenze rispetto alle precedenti consultazioni multilaterali: coinvolge tutti i principali soggetti interessati, e non soltanto alcuni paesi o regioni; è guidato al più alto livello dai leader del G20; si fonda sul principio di sorveglianza reciproca (e non istituzionale), che crea spazio per una pressione vicendevole (*peer pressure*) tra paesi.

Nelle circostanze descritte, una delle sfide principali per il nuovo processo consiste nel mantenere livelli elevati di cooperazione internazionale e di impegno comune verso il rispetto di quanto concordato sul piano delle politiche allorché la crisi si avvia a una conclusione. Inoltre, non sarà semplice definire prospettive coerenti a livello mondiale sulla base dei contributi dei singoli membri del G20. A questo proposito, l’FMI si adopererà per individuare le incoerenze nelle ipotesi contenute nei piani nazionali dei membri del G20 e analizzare la compatibilità multilaterale degli stessi.

Si pone, inoltre, il problema cruciale di capire come migliorare le prospettive mondiali a medio

termine attraverso interventi aggiuntivi sul piano delle politiche economiche, oltre che di valutare le raccomandazioni necessarie per determinati gruppi di paesi e le modalità con cui tradurre queste ultime in misure nazionali durevoli. Per quanto concerne l’area dell’euro, il suo contributo più valido all’ordinata riduzione degli squilibri mondiali resta lo stesso concordato durante le consultazioni multilaterali del 2006-07, vale a dire l’attuazione di riforme strutturali intese a migliorare la produttività e intensificare la crescita potenziale. Tale contributo sarebbe in linea con gli obiettivi del programma di riforme strutturali dell’UE, con riferimento sia al passato sia al futuro, compresa l’Agenda di Lisbona e la strategia “UE 2020”.

5 CONCLUSIONI

Al momento attuale, gli squilibri mondiali continuano a rappresentare un fattore di rischio fondamentale per la stabilità macroeconomica e finanziaria su scala internazionale. La loro riduzione durante la crisi è stata solo parziale e probabilmente di natura per lo più temporanea, ipotizzando l’assenza di modifiche sostanziali sul piano delle politiche economiche. Esiste un forte interesse a evitare per il futuro una correzione disordinata, che risulterebbe costosa per tutte le economie. Ogni paese dovrebbe pertanto contribuire alla soluzione di tali squilibri in maniera compatibile con una ripresa mondiale sostenuta. Il riequilibrio dell’economia mondiale è un esercizio arduo, non da ultimo per la difficoltà di attuare le riforme necessarie o per il ritardo con cui le misure strutturali richieste producono effetti. Ciò nonostante, serve una risposta mondiale e significativa sul piano delle politiche economiche. La volontà dei membri del G20 di tenere effettivamente fede agli impegni assunti resta fondamentale per garantire il riassorbimento ordinato degli squilibri mondiali e una ripresa internazionale realmente sostenibile. In un mondo sempre più globalizzato, cresce l’effetto di propagazione delle politiche su scala mondiale. Risulta pertanto essenziale rafforzare la sorveglianza sulle politiche delle principali economie in avanzo e in disavanzo per promuovere una maggiore disciplina in linea con il processo avviato dal G20.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

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

S38

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

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse ¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ²⁾³⁾	M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	2,4	9,6	9,7	-	9,5	18,9	4,64	3,69
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	24,7	1,22	3,76
2009 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	25,2	0,87	3,64
4° trim.	12,3	2,2	0,2	-	-0,6	20,4	0,72	3,76
2010 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,66	3,46
2009 ott.	11,8	2,3	0,3	0,6	-0,8	23,4	0,74	3,68
nov.	12,5	1,8	-0,3	-0,1	-0,7	19,6	0,72	3,57
dic.	12,3	1,5	-0,3	-0,2	-0,1	12,9	0,71	3,76
2010 gen.	11,5	1,9	0,1	-0,2	-0,6	13,0	0,68	3,66
feb.	10,9	1,6	-0,4	.	-0,4	.	0,66	3,49
mar.	.	.	.	.	.	.	0,64	3,46

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	3,3	6,1	3,5	0,6	-1,7	81,8	0,7	7,5
2009	0,3	-5,1	3,3	-4,1	-14,9	71,0	-1,9	9,4
2009 3° trim.	-0,4	-7,8	3,0	-4,1	-14,5	70,3	-2,3	9,7
4° trim.	0,4	-4,6	2,2	-2,2	-7,5	71,5	-2,1	9,9
2010 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2009 ott.	-0,1	-6,6	-	-	-11,1	71,0	-	9,8
nov.	0,5	-4,4	-	-	-6,9	-	-	9,9
dic.	0,9	-2,9	-	-	-4,0	-	-	9,9
2010 gen.	1,0	-1,1	-	-	1,1	72,0	-	9,9
feb.	0,9	-0,5	-	-	.	-	-	10,0
mar.	1,5	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 ⁵⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
2008	-133,3	-11,4	-189,0	350,5	374,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-49,4	36,0	-86,8	344,0	462,4	111,7	110,6	1,3948
2009 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.	7,8	17,4	0,5	48,0	462,4	113,8	112,2	1,4779
2010 1° trim.	.	.	.	.	.	108,7	106,7	1,3829
2009 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	463,9	114,0	112,5	1,4914
dic.	10,9	5,2	1,7	47,8	462,4	113,0	111,3	1,4614
2010 gen.	-15,0	-7,4	-7,1	-4,2	468,7	110,8	108,9	1,4272
feb.	.	.	.	.	492,6	108,0	105,9	1,3686
mar.	.	.	.	.	.	107,4	105,3	1,3569

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

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	5 marzo 2010	12 marzo 2010	19 marzo 2010	26 marzo 2010
Oro e crediti in oro	266.919	266.919	266.920	266.919
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	197.509	197.208	198.025	198.591
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	27.755	28.287	28.375	28.461
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	16.123	15.743	16.125	15.658
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	724.920	722.849	723.427	725.409
Operazioni di rifinanziamento principali	80.455	78.402	79.032	81.062
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	644.378	644.314	644.314	644.314
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	59	107	52	1
Crediti connessi a scarti di garanzia	27	26	29	33
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	26.403	27.187	25.429	27.156
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	336.678	338.851	340.258	342.936
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	39.625	41.543	42.442	43.548
Altri titoli	297.052	297.309	297.817	299.388
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	36.137	36.137	36.137	36.147
Altre attività	257.867	253.516	255.015	253.620
Attività totali	1.890.311	1.886.697	1.889.712	1.894.898

2. Passività

	5 marzo 2010	12 marzo 2010	19 marzo 2010	26 marzo 2010
Banconote in circolazione	788.372	788.133	787.725	791.340
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	423.724	422.963	418.218	413.837
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	163.966	262.649	223.079	199.900
Depositi overnight	259.758	160.312	195.137	213.935
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	2	2	3
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	399	2.409	589	774
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	109.542	112.946	121.602	128.247
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	39.812	38.847	37.860	37.626
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.811	1.319	1.551	1.632
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	11.398	12.074	12.559	12.910
Contropartite dei DSP dell'FMI	51.249	51.249	51.249	51.249
Altre passività	168.826	161.579	163.104	160.636
Rivalutazioni	220.213	220.213	220.213	220.213
Capitale e riserve	74.965	74.965	75.043	76.433
Passività totali	1.890.311	1.886.697	1.889.712	1.894.898

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2009 8 dic.	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
10	78.402	71	78.402	1,00	-	-	-	7
17	79.032	79	79.032	1,00	-	-	-	7
24	81.062	81	81.062	1,00	-	-	-	7
31	78.266	73	78.266	1,00	-	-	-	7
7 apr.	71.535	67	71.535	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2009 8 dic.	2.655	8	2.655	1,00	-	-	-	43
10	2.933	9	2.933	1,00	-	-	-	91
10	1.728	21	1.728	1,00	-	-	-	182
17	2.558	21	2.558	1,00	-	-	-	105
17 ⁶⁾	96.937	224	96.937	-	-	-	-	371
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
10 mar.	9.315	11	9.315	1,00	-	-	-	35
1 apr.	2.015	11	2.015	1,00	-	-	-	91
1	17.876	62	17.876	1,00	-	-	-	182

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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
9 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	295.461	193	294.486	-	-	1,00	0,80	0,76	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di *split tender* condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.
- 5) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 6) Nell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno, regolata il 17 dicembre 2009, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto da questa operazione.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009 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
2010 gen.	18.453,6	9.829,2	765,8	2.465,6	1.225,0	4.168,0

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 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	211,8	1,0	0,0	1,00
13 apr.	211,4	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 13 ott.	421,4	79,1	616,9	0,3	14,3	109,6	12,9	768,8	139,0	-113,1	214,7	1.122,7
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
9 mar.	426,9	80,5	641,1	0,9	38,0	186,4	10,5	784,6	113,2	-119,3	211,8	1.182,9

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

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

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



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2007	2.046,2	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	395,3	15,2	318,0
2008	2.982,9	1.809,4	18,6	0,6	1.790,1	350,8	308,0	2,4	40,3	-	14,4	476,7	15,7	316,1
2009 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.	2.830,4	1.483,6	17,6	0,7	1.465,3	416,9	333,6	3,7	79,6	-	16,5	555,7	16,2	341,5
2010 gen.	2.823,5	1.473,1	17,6	0,7	1.454,7	418,9	331,5	3,8	83,6	-	16,2	563,2	16,3	335,9
feb. ^(p)	2.867,0	1.487,9	17,6	0,7	1.469,6	425,8	334,0	3,9	87,9	-	16,1	585,8	16,4	335,1
IFM escluso l'Eurosistema														
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.	31.147,1	17.709,1	1.002,2	10.750,3	5.956,7	5.060,1	1.482,7	1.497,9	2.079,5	85,0	1.237,2	4.264,4	219,4	2.571,9
2010 gen.	31.387,3	17.727,0	1.013,7	10.738,9	5.974,5	5.050,7	1.496,9	1.468,0	2.085,8	86,9	1.251,8	4.392,0	218,7	2.660,2
feb. ^(p)	31.500,0	17.720,8	1.009,2	10.742,4	5.969,2	5.065,0	1.521,6	1.470,4	2.072,9	85,5	1.234,5	4.428,9	217,1	2.748,2

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	113,9	282,5
2008	2.982,9	784,7	1.217,5	68,8	16,6	1.132,1	-	0,1	273,8	377,8	329,0
2009 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.	2.830,4	829,2	1.159,0	102,6	22,6	1.033,7	-	0,1	321,0	140,2	380,9
2010 gen.	2.823,5	806,2	1.189,9	116,3	23,5	1.050,0	-	0,1	328,4	133,5	365,5
feb. ^(p)	2.867,0	807,0	1.189,8	107,0	23,6	1.059,1	-	0,1	344,7	138,1	387,4
IFM escluso l'Eurosistema											
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.	31.147,1	-	16.468,0	144,3	10.013,8	6.310,0	732,3	4.919,5	1.915,5	4.098,6	3.013,1
2010 gen.	31.387,3	-	16.440,0	161,1	9.961,3	6.317,6	744,8	4.975,5	1.916,8	4.220,3	3.089,9
feb. ^(p)	31.500,0	-	16.437,4	168,0	9.962,4	6.307,0	732,8	4.961,8	1.912,9	4.281,4	3.173,7

Fonte: BCE.

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

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	22.376,2	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.	24.001,7	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.	23.809,5	11.770,8	1.019,8	10.750,9	3.317,9	1.816,2	1.501,6	811,1	4.820,1	235,6	2.854,1
2010 gen.	24.023,4	11.770,9	1.031,3	10.739,5	3.300,2	1.828,4	1.471,8	815,0	4.955,3	234,9	2.947,1
feb. ^(p)	24.184,6	11.769,9	1.026,8	10.743,1	3.329,9	1.855,7	1.474,2	800,7	5.014,7	233,5	3.035,9
Transazioni											
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	-666,8	25,6	34,3	-8,7	341,4	249,2	92,2	10,5	-454,9	7,4	-597,4
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.	-154,8	-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.	-264,9	-7,0	-5,6	-1,4	-24,6	-34,2	9,6	-7,0	-46,9	1,0	-180,5
2010 gen.	115,1	-20,3	11,3	-31,5	-19,9	12,9	-32,8	5,6	68,2	-0,6	82,0
feb. ^(p)	103,6	-2,5	-4,7	2,2	24,4	23,7	0,7	-11,7	8,2	-1,7	86,9

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2007	22.376,2	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.	24.001,7	750,1	304,1	9.924,6	721,8	2.757,1	1.780,2	4.216,3	3.619,2	-71,9
dic.	23.809,5	770,0	246,8	10.036,4	647,0	2.760,5	1.793,9	4.238,9	3.394,0	-78,3
2010 gen.	24.023,4	757,2	277,4	9.984,9	658,0	2.806,3	1.792,2	4.353,8	3.455,4	-61,7
feb. ^(p)	24.184,6	759,6	275,1	9.985,9	647,3	2.801,0	1.807,6	4.419,5	3.561,2	-72,7
Transazioni										
2008	1.694,0	83,3	106,1	700,7	29,4	-30,1	138,5	91,5	601,3	-26,8
2009	-666,8	45,7	-4,4	287,6	-12,2	-53,8	137,1	-590,6	-503,4	27,1
2009 2° trim.	-224,1	15,0	0,5	154,1	-19,7	18,1	55,7	-165,3	-244,6	-37,9
3° trim.	-154,8	5,7	-45,6	-1,7	-2,4	-13,9	27,7	-118,6	-57,1	51,2
2009 ott.	-39,0	4,8	22,3	-0,5	-4,8	-10,6	1,9	1,2	-26,6	-26,8
nov.	153,1	4,7	-13,6	2,3	-15,0	1,1	14,4	12,3	109,6	37,2
dic.	-264,9	19,9	-57,2	100,5	-26,2	-11,3	22,5	-102,3	-201,4	-9,4
2010 gen.	115,1	-12,8	30,6	-59,7	10,4	30,1	-3,2	58,5	58,8	2,6
feb. ^(p)	103,6	2,4	-2,3	-11,9	-10,6	-13,7	2,3	35,3	107,5	-5,4

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

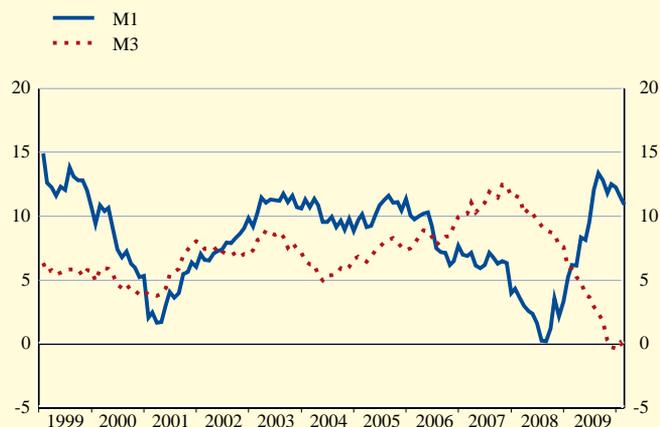
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11
Consistenze												
2007	3.827,9	3.509,8	7.337,8	1.305,6	8.643,4	-	6.028,0	2.416,9	12.060,9	10.153,3	-	596,0
2008	3.972,9	4.036,6	8.009,5	1.376,4	9.386,0	-	6.294,5	2.563,6	12.977,1	10.775,8	-	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	13.084,1	10.758,7	-	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	13.034,8	10.731,3	-	546,1
nov.	4.454,4	3.707,6	8.162,0	1.172,0	9.334,0	-	6.727,2	2.883,0	13.056,5	10.745,2	-	561,0
dic.	4.478,8	3.688,2	8.167,0	1.153,4	9.320,4	-	6.749,0	2.865,3	13.065,8	10.748,1	-	553,3
2010 gen. ^(p)	4.547,3	3.659,8	8.207,1	1.100,6	9.307,8	-	6.799,5	2.862,8	13.044,2	10.742,3	-	585,2
feb. ^(p)	4.565,2	3.660,1	8.225,3	1.095,3	9.320,7	-	6.822,0	2.885,0	13.058,9	10.764,2	-	575,8
Transazioni												
2008	126,8	486,0	612,8	46,2	658,9	-	260,6	71,0	931,1	580,8	736,6	-174,6
2009	489,8	-368,3	121,4	-151,7	-30,3	-	414,8	288,4	86,2	-15,3	25,4	134,8
2009 2° trim.	128,7	-72,8	55,9	-17,8	38,1	-	131,4	108,1	58,7	10,6	30,5	103,9
3° trim.	149,8	-102,0	47,8	-51,2	-3,4	-	115,6	63,3	7,2	-30,8	-29,1	32,1
2009 ott.	60,1	-46,0	14,1	-41,8	-27,8	-	-2,2	28,9	-42,7	-19,8	-15,6	-11,8
nov.	-3,4	-27,6	-31,0	-12,9	-43,9	-	46,4	-6,0	25,1	16,7	15,4	-12,2
dic.	21,5	-24,3	-2,8	34,0	31,2	-	10,5	-14,5	4,3	2,1	-1,8	49,1
2010 gen. ^(p)	66,4	-32,3	34,1	-52,0	-17,9	-	29,4	-1,9	-43,1	-25,9	-28,9	21,4
feb. ^(p)	16,1	-6,0	10,1	-5,7	4,4	-	-3,6	18,4	14,2	20,5	17,1	-30,2
Variazioni percentuali												
2007 dic.	4,0	17,9	10,1	20,2	11,6	11,9	9,3	-2,6	13,2	11,2	12,1	-53,0
2008 dic.	3,3	13,7	8,3	3,5	7,6	7,1	4,3	2,9	7,7	5,7	7,1	-174,6
2009 set.	12,8	-5,3	3,6	-9,0	1,8	1,5	6,6	13,5	1,4	-0,3	0,8	140,7
2009 ott.	11,8	-7,1	2,3	-11,8	0,3	0,6	7,4	15,1	0,9	-0,8	0,2	59,7
nov.	12,5	-8,7	1,8	-12,4	-0,3	-0,1	7,1	13,2	0,6	-0,7	0,1	46,5
dic.	12,3	-9,1	1,5	-11,1	-0,3	-0,2	6,6	11,2	0,7	-0,1	0,2	134,8
2010 gen. ^(p)	11,5	-8,0	1,9	-10,9	0,1	-0,2	5,8	9,1	0,0	-0,6	-0,3	221,0
feb. ^(p)	10,9	-8,1	1,6	-12,4	-0,4	.	5,1	8,4	0,0	-0,4	-0,1	141,7

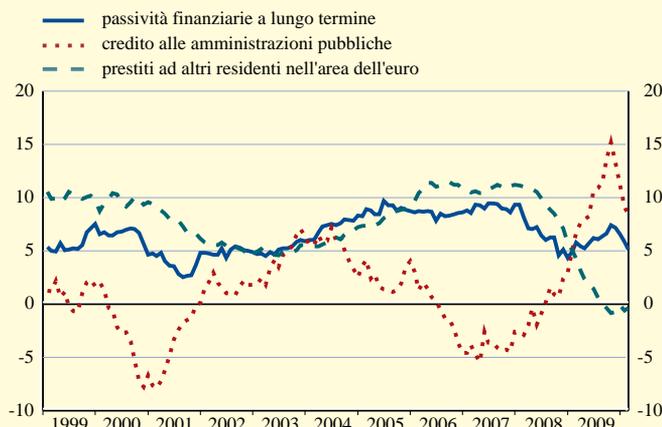
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

4) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

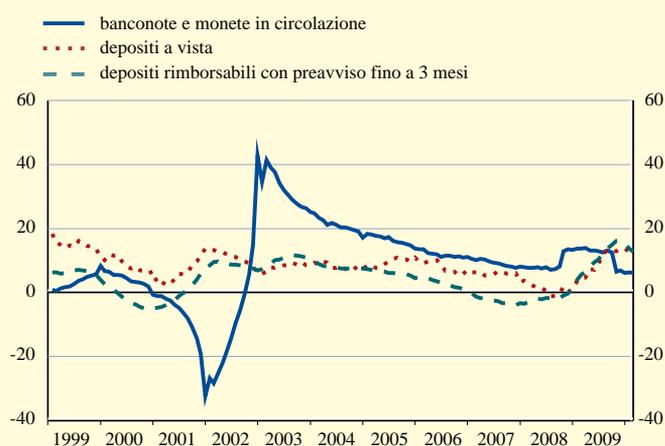
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

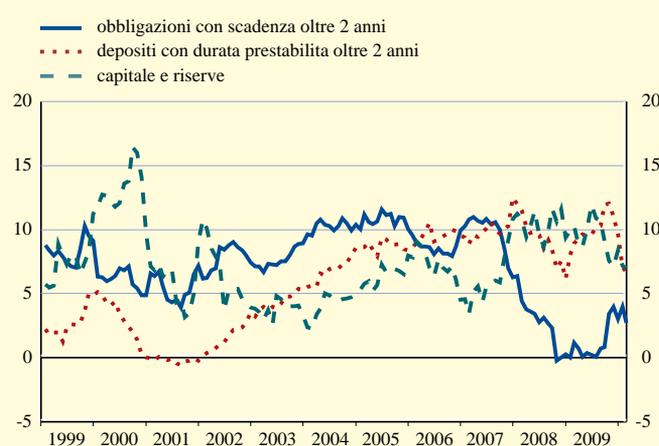
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2007	625,6	3.202,4	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	346,8	673,9	132,7	2.642,0	131,3	2.189,1	1.786,6
2010 gen.	761,2	3.786,1	1.843,6	1.816,3	307,4	662,9	130,3	2.698,4	131,9	2.182,3	1.786,8
feb. ^(p)	765,1	3.800,2	1.831,1	1.829,0	326,2	644,2	125,0	2.687,2	131,3	2.197,8	1.805,8
Transazioni											
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	-7,4	-13,1	-131,3	77,5	8,7	192,2	136,4
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	36,4	-2,7	0,3	2,0	-1,8	-0,4	10,6
2010 gen.	6,9	59,5	-44,8	12,5	-39,4	-11,6	-1,0	39,0	0,6	-8,9	-1,3
feb. ^(p)	3,9	12,2	-18,6	12,7	18,7	-18,7	-5,7	-19,5	-0,7	10,7	5,8
Variazioni percentuali											
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	-2,1	-1,8	-49,4	3,0	7,1	9,6	8,4
2010 gen.	6,2	12,6	-22,6	13,7	-5,0	-4,9	-39,4	3,9	6,1	7,1	7,2
feb. ^(p)	6,0	12,0	-22,5	12,6	-1,0	-8,9	-41,6	2,7	5,9	6,7	7,0

F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

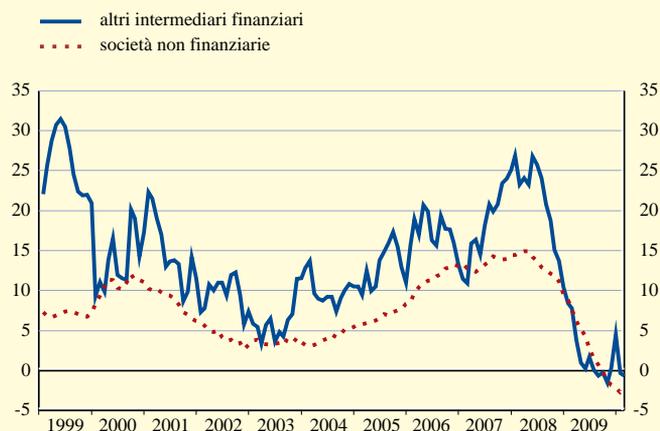
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati, dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione	Altri intermediari finanziari ³⁾	Società non finanziarie			Famiglie ⁴⁾				
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2007	107,5	877,3	4.383,5	1.282,5	859,5	2.241,6	4.785,0	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,2	973,2	4.821,4	1.381,4	960,7	2.479,4	4.876,9	631,0	3.482,3	763,6
2009 3° trim.	93,3	1.003,1	4.753,2	1.238,8	955,5	2.558,8	4.909,1	629,9	3.510,5	768,7
2009 ott.	89,3	992,6	4.733,6	1.223,2	948,4	2.562,0	4.915,8	627,6	3.518,7	769,4
nov.	86,3	1.005,1	4.722,5	1.211,4	940,5	2.570,6	4.931,3	628,7	3.526,2	776,4
dic.	89,9	1.023,7	4.690,4	1.184,7	940,7	2.565,0	4.944,0	631,4	3.541,8	770,8
2010 gen. ^(p)	87,5	1.012,9	4.684,8	1.184,7	932,4	2.567,6	4.957,2	627,4	3.555,1	774,8
feb. ^(p)	91,2	1.005,0	4.700,2	1.183,9	934,5	2.581,8	4.967,8	625,2	3.565,2	777,4
Transazioni										
2008	-4,4	86,7	418,6	87,0	119,8	211,9	79,9	10,4	52,2	17,2
2009	-12,9	39,5	-104,5	-187,9	-13,2	96,6	62,6	0,0	50,4	12,2
2009 2° trim.	1,7	36,7	-36,1	-51,0	-0,5	15,4	8,3	-4,0	6,7	5,6
3° trim.	-6,1	-14,1	-33,1	-43,1	-15,8	25,8	22,6	1,2	17,6	3,7
2009 ott.	-4,0	-9,0	-14,4	-16,0	-5,4	7,0	7,7	-1,4	7,9	1,2
nov.	-3,0	13,6	-9,4	-11,0	-6,7	8,3	15,5	0,3	7,5	7,7
dic.	3,6	9,2	-22,7	-25,3	1,4	1,2	12,0	2,5	14,3	-4,8
2010 gen. ^(p)	-2,5	-29,6	-6,8	-0,4	-7,5	1,2	13,0	-2,7	12,4	3,3
feb. ^(p)	3,7	-7,3	13,2	-1,5	1,9	12,9	10,9	-1,5	9,6	2,8
Variazioni percentuali										
2007	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008	-4,1	9,9	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 set.	-7,4	-0,3	-0,2	-10,3	2,0	4,6	-0,3	-1,2	-0,6	1,5
2009 ott.	-12,7	-1,4	-1,2	-11,8	0,7	3,9	-0,1	-1,3	-0,2	1,6
nov.	-14,2	0,3	-1,9	-12,1	-1,3	3,7	0,5	-1,0	0,3	2,5
dic.	-12,5	4,0	-2,2	-13,6	-1,4	3,9	1,3	0,0	1,4	1,6
2010 gen. ^(p)	-9,7	-0,1	-2,7	-13,4	-3,0	3,2	1,6	-0,5	1,8	2,2
feb. ^(p)	-4,8	-0,4	-2,5	-12,5	-3,2	3,2	1,8	-0,8	2,1	2,7

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2008	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	173,4	250,4	4.698,2	1.181,1	941,6	2.575,5
2009 dic.	80,2	57,1	7,2	15,9	1.016,4	592,6	173,4	250,4	4.698,2	1.181,1	941,6	2.575,5
2010 gen.	86,0	62,1	7,5	16,3	1.007,2	584,5	170,5	252,2	4.690,7	1.185,4	932,1	2.573,2
feb. ^(p)	88,1	66,1	6,0	16,0	999,0	574,5	171,3	253,2	4.695,2	1.179,8	933,2	2.582,2
Transazioni												
2009	-11,3	-12,1	1,6	-0,7	43,2	28,6	7,6	7,0	-103,7	-187,8	-12,9	97,0
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	-28,0	-52,8	-7,3	32,1
2009 dic.	-5,7	-6,0	-0,5	0,8	1,5	3,0	-0,8	-0,7	-13,3	-31,1	4,1	13,7
2010 gen.	5,7	5,0	0,3	0,4	-28,0	-26,7	-3,5	2,2	-8,7	3,9	-8,8	-3,7
feb. ^(p)	2,1	4,0	-1,6	-0,3	-7,5	-8,3	0,1	0,7	2,2	-6,4	0,9	7,7
Variazioni percentuali												
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.	-7,0	-9,3	23,1	-7,0	-0,2	-4,8	7,5	6,5	-0,2	-10,2	2,0	4,6
dic.	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2009 dic.	-12,5	-17,5	27,4	-3,8	4,5	5,1	4,4	2,9	-2,1	-13,7	-1,4	3,9
2010 gen.	-9,7	-14,4	16,2	1,9	-0,3	-1,4	-3,3	4,3	-2,7	-13,4	-3,0	3,3
feb. ^(p)	-5,0	-5,5	-7,8	-0,6	-0,7	-1,4	-3,9	3,4	-2,4	-12,5	-3,2	3,2

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2008	4.887,9	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	133,6	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2009 dic.	4.955,4	633,5	133,6	196,1	303,7	3.550,1	15,1	62,4	3.472,6	771,8	146,2	87,2	538,3
2010 gen.	4.955,0	624,4	131,8	193,4	299,2	3.556,6	15,1	62,4	3.479,1	774,0	146,8	85,8	541,4
feb. ^(p)	4.960,1	620,2	128,9	192,5	298,8	3.564,2	15,0	62,2	3.486,9	775,7	146,9	85,5	543,2
Transazioni													
2009	63,0	0,1	-3,4	-3,2	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	0,9	0,0	0,6	33,8	-0,1	-0,1	34,1	4,6	-2,6	-0,1	7,3
2009 dic.	16,1	4,4	2,3	0,6	1,5	18,6	0,1	0,1	18,5	-6,9	-5,2	0,0	-1,6
2010 gen.	-0,6	-7,7	-1,4	-2,7	-3,6	5,6	0,0	0,0	5,6	1,5	0,2	-0,8	2,1
feb. ^(p)	5,4	-3,5	-2,9	-0,4	-0,2	7,0	-0,1	-0,2	7,3	1,9	0,0	-0,2	2,1
Variazioni percentuali													
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.	-0,3	-1,2	-3,3	-4,4	2,1	-0,6	-11,1	-12,6	-0,3	1,5	-3,0	-3,8	3,8
dic.	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2009 dic.	1,3	0,0	-2,4	-1,6	2,2	1,5	-13,4	-9,8	1,8	1,6	-5,1	-2,0	4,3
2010 gen.	1,6	-0,5	-1,9	-2,4	1,4	1,8	-13,7	-7,5	2,1	2,2	-3,1	-1,9	4,5
feb. ^(p)	1,8	-0,8	-3,3	-2,1	1,3	2,1	-13,3	-7,2	2,3	2,7	-1,9	-1,8	4,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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. ^(p)	1.002,2	230,9	211,0	528,0	32,3	2.829,0	1.913,5	915,5	46,5	869,0
Transazioni										
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	540,7	381,4	159,3	0,3	159,0
2008	13,2	12,3	-8,1	16,2	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009 ^(p)	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. ^(p)	9,1	-5,2	1,3	11,4	1,6	-2,0	6,7	-8,9	-1,2	-7,6
Variazioni percentuali										
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. ^(p)	3,6	1,7	0,5	4,0	45,4	-11,8	-15,3	-3,4	-2,8	-3,5

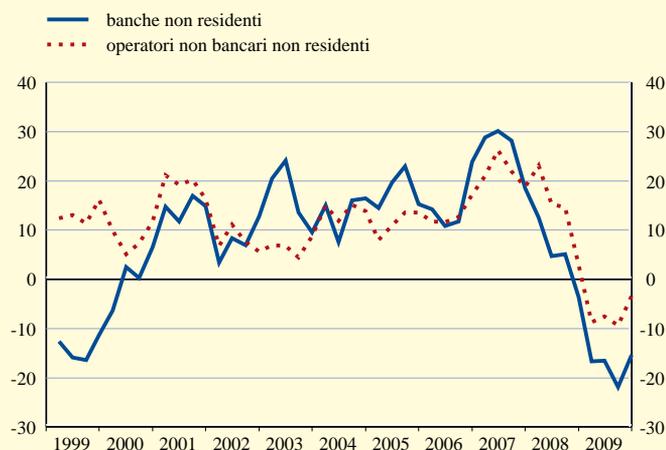
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

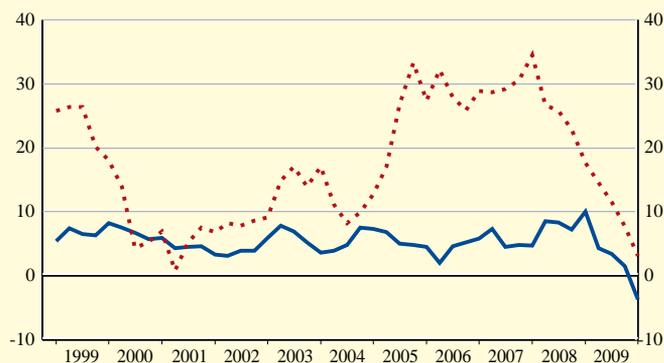
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2007	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	1.852,9	312,1	332,2	940,6	15,9	0,0	252,1
2010 gen.	742,8	93,6	82,9	540,2	2,3	1,4	22,3	1.830,4	341,9	322,0	915,8	17,1	0,0	233,6
feb. ^(p)	736,4	90,2	85,7	539,5	2,3	1,4	17,3	1.838,3	334,5	323,5	907,8	17,0	0,2	255,4
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	56,2	5,6	-93,5	85,3	3,7	0,0	55,2
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	-3,1	-14,7	-1,7	-0,5	-0,3	0,0	14,1
2010 gen.	4,4	9,5	-4,2	-3,1	0,2	0,0	2,1	-27,0	28,8	-11,3	-27,0	1,1	0,0	-18,6
feb. ^(p)	-6,6	-3,5	2,7	-0,7	0,0	0,0	-5,0	-2,1	-8,0	-3,2	-12,7	-0,1	0,1	21,8
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	3,1	1,6	-22,0	10,0	30,0	-	28,0
2010 gen.	-3,3	-8,0	-18,1	-0,5	89,3	-	10,8	2,0	4,1	-12,5	4,1	33,7	-	14,1
feb. ^(p)	-3,2	-3,1	-14,5	-0,8	64,9	-	-18,9	1,0	2,2	-13,0	1,4	21,8	-	20,6

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



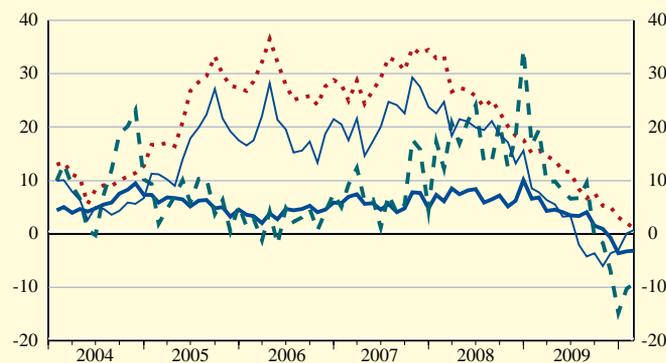
Fonte: BCE.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



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

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

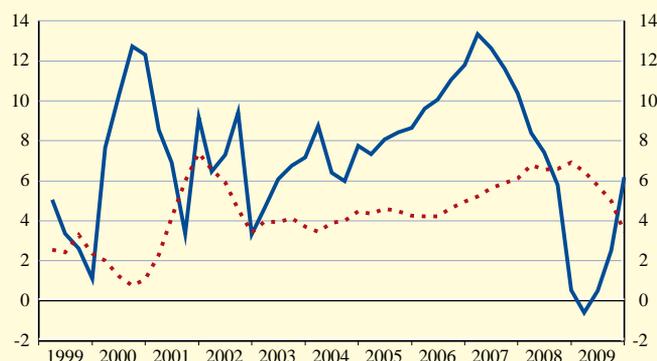
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,9	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
2009 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
2009 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. ⁴⁾	1.548,2	964,2	418,6	81,8	68,7	1,7	13,3	5.610,4	2.173,8	954,1	615,3	1.708,0	122,2	37,0
2010 feb. ⁴⁾	1.536,8	954,2	415,4	83,1	70,7	1,8	11,8	5.619,5	2.176,1	936,0	632,9	1.715,1	121,6	37,7
Transazioni														
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
2009 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
2009 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
2009 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. ⁴⁾	-57,4	-38,4	-17,0	1,1	0,0	0,0	-3,0	18,8	18,7	-35,1	9,8	27,1	-1,5	-0,3
2010 feb. ⁴⁾	-13,1	-10,8	-4,0	1,3	2,0	0,0	-1,5	8,0	2,0	-18,7	17,6	7,0	-0,6	0,7
Variazioni percentuali														
2007 dic.	10,4	4,0	35,1	-11,8	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 dic.	0,5	-0,6	2,8	5,3	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 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
2009 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
2009 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. ⁴⁾	5,1	10,6	-12,8	20,9	115,1	32,9	-32,7	3,2	17,0	-28,4	17,8	11,6	6,3	-51,6
2010 feb. ⁴⁾	5,2	11,3	-12,9	19,9	100,9	32,3	-44,9	3,2	15,6	-28,4	21,2	10,7	5,8	-46,1

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

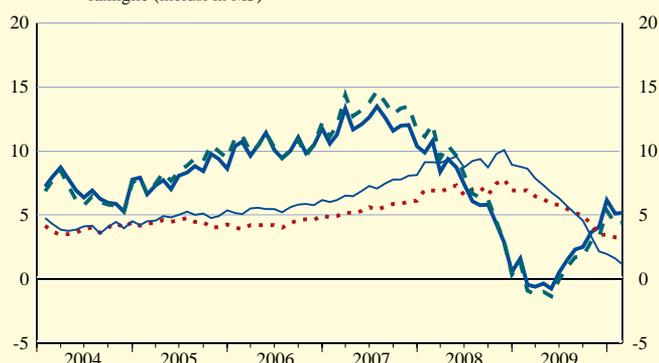
- società non finanziarie (totale)
- famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

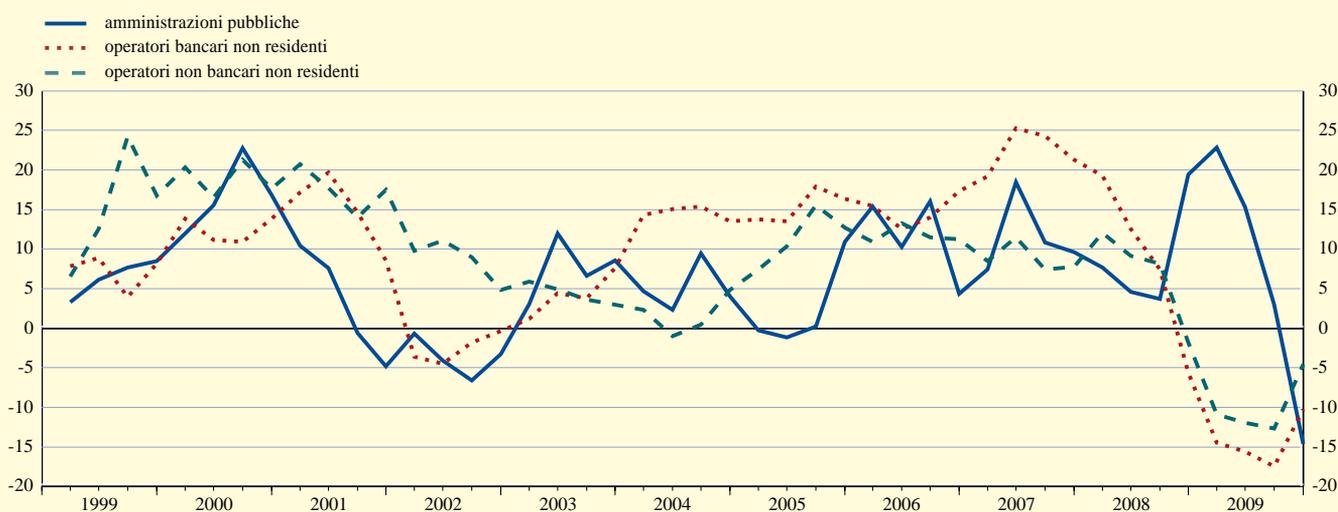
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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. ^(p)	373,2	144,3	45,1	113,1	70,8	3.368,8	2.517,9	850,9	60,1	790,8
Transazioni										
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	609,4	542,6	66,8	20,2	46,6
2008	72,8	63,5	-6,5	8,7	7,1	-185,1	-167,0	-18,0	-36,9	18,9
2009 ^(p)	-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. ^(p)	-30,1	-12,7	-6,1	-9,9	-0,8	-81,5	-71,7	-9,8	0,6	-10,4
Variazioni percentuali										
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. ^(p)	-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 ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2007	5.185,3	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.	6.223,5	1.974,2	111,5	1.477,8	19,1	1.427,0	41,0	1.172,8	1.532,9	448,1	803,7	281,1
2010 feb. ^(p)	6.245,1	1.962,2	110,8	1.505,4	16,2	1.429,8	40,6	1.180,1	1.516,7	445,0	789,5	282,2
Transazioni												
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.	-12,6	3,5	-0,5	12,4	2,5	-33,1	0,2	2,3	20,4	12,3	5,6	2,5
2010 feb. ^(p)	6,3	-13,5	-1,9	25,2	-3,3	1,8	-1,1	-0,9	-10,9	-2,2	-11,8	3,1
Variazioni percentuali												
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.	3,9	1,3	12,1	15,1	-12,6	5,5	-22,8	-4,7	2,1	7,4	0,5	-1,4
2010 feb. ^(p)	2,5	-0,7	6,5	13,8	-19,2	4,0	-24,7	-5,1	2,6	7,6	0,0	2,2

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2007	-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.	-3,6	-1,2	-1,0	-1,3	-0,5	-0,3	-0,1
feb. ^(p)	-1,1	-0,4	-0,6	-0,2	-0,3	0,0	-0,3

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-56,4	-8,0	0,0	5,2	0,0	-20,1	-2,2	-31,2	-60,6	-8,2	-44,1	-8,2
2009	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.	-0,1	-0,1	0,1	-1,2	0,0	0,4	0,1	0,5	-4,9	-1,9	-1,4	-1,6
feb. ^(p)	5,8	1,0	0,0	2,4	0,1	1,0	0,0	1,4	-5,3	-0,9	-2,4	-2,0

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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. ^(p)	6.310,0	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.158,0	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. ^(p)	2.518,5	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 ⁴⁾	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. ^(p)	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 ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
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. ^(p)	5.956,7	-	-	-	-	-	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. ^(p)	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 ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ⁴⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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. ^(p)	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. ^(p)	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 ¹⁾

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2009 lug.	5.013,5	371,1	1.938,0	1.441,1	652,1	209,2	402,0
ago.	5.105,3	374,7	1.969,3	1.496,8	660,6	209,2	394,7
set.	5.161,5	348,9	1.998,6	1.544,8	680,3	205,1	383,9
ott.	5.170,9	351,1	2.017,5	1.522,0	687,1	207,0	386,0
nov.	5.235,1	340,2	2.043,3	1.560,5	692,6	207,3	391,1
dic.	5.363,9	343,0	2.076,2	1.671,0	707,5	211,8	354,4
2010 gen. ^(p)	5.396,8	344,0	2.124,6	1.633,2	709,2	214,3	371,6
Transazioni							
2009 2° trim.	107,1	-0,7	99,8	19,5	2,2	10,0	-23,8
3° trim.	171,9	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,0	-12,7
4° trim.	98,5	-11,9	63,6	46,2	15,8	9,3	-24,5

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
							Fondi di investimento
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2009 lug.	5.013,5	102,8	4.553,1	3.728,6	480,0	824,5	357,6
ago.	5.105,3	105,8	4.648,5	3.803,9	491,5	844,6	350,9
set.	5.161,5	96,7	4.738,3	3.875,3	513,9	862,9	326,6
ott.	5.170,9	95,6	4.742,3	3.867,4	522,2	874,9	333,0
nov.	5.235,1	96,3	4.802,7	3.902,3	528,1	900,4	336,1
dic.	5.363,9	99,3	4.959,2	4.009,4	538,6	949,8	305,5
2010 gen. ^(p)	5.396,8	98,2	4.980,9	4.032,3	539,0	948,6	317,6
Transazioni							
2009 2° trim.	107,1	0,3	93,5	75,0	20,9	18,5	13,3
3° trim.	171,9	0,9	185,8	99,2	16,8	86,6	-14,8
4° trim.	98,5	3,0	118,0	74,1	15,1	44,0	-22,6

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 giu.	4.280,5	1.425,5	1.077,2	1.093,3	224,5	79,3	380,6	4.212,8	67,6	1.269,1
lug.	4.553,1	1.494,0	1.249,6	1.111,3	227,2	78,2	392,7	4.485,3	67,8	1.285,4
ago.	4.648,5	1.515,9	1.293,0	1.139,7	230,5	78,2	391,3	4.580,4	68,1	1.285,2
set.	4.738,3	1.531,4	1.344,8	1.164,8	226,8	77,4	393,1	4.670,4	67,8	1.253,0
ott.	4.742,3	1.546,7	1.321,9	1.178,3	231,6	78,8	385,0	4.674,5	67,8	1.246,2
nov.	4.802,7	1.560,2	1.348,7	1.194,0	234,1	78,8	387,0	4.735,1	67,6	1.223,7
dic.	4.959,2	1.577,0	1.449,2	1.215,3	239,2	84,4	394,1	4.888,1	71,1	1.201,6
2010 gen. ^(p)	4.980,9	1.609,5	1.412,2	1.229,0	243,9	90,9	395,5	4.910,0	70,9	1.215,1
Transazioni										
2009 lug.	131,0	41,4	84,4	0,2	1,0	-1,8	5,8	130,9	0,1	16,5
ago.	28,5	11,6	9,9	7,5	1,7	-0,8	-1,4	28,6	-0,1	5,3
set.	26,3	4,4	9,9	12,9	0,0	-0,1	-0,8	25,7	0,6	-26,3
ott.	33,1	13,2	3,9	16,4	2,8	1,2	-4,4	33,2	-0,1	-5,2
nov.	19,7	8,6	5,4	4,0	1,2	-0,5	1,0	19,8	-0,1	-18,6
dic.	65,2	11,0	24,5	13,4	8,5	5,0	2,9	60,3	4,9	-36,7
2010 gen. ^(p)	54,6	15,7	7,5	11,1	8,3	8,0	4,0	54,6	0,0	10,1

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'Ue esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2009 1° trim.	1.710,7	1.234,0	340,9	628,6	151,6	4,1	108,7	476,7	142,4	183,5	22,6
2° trim.	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,2	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
3° trim.	1.998,6	1.384,6	388,6	668,9	185,9	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
4° trim. ^(p)	2.076,2	1.413,0	387,6	688,9	187,0	5,5	144,0	663,2	199,0	251,9	15,9
Transazioni											
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.	69,9	47,6	10,6	20,9	6,1	0,3	9,7	22,2	11,2	3,5	-1,0
4° trim. ^(p)	63,6	25,5	-2,8	19,8	0,8	0,5	7,3	38,2	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
Consistenze in essere											
2009 1° trim.	1.070,6	503,0	48,1	-	26,2	19,8	408,8	567,5	89,3	190,8	47,9
2° trim.	1.251,6	566,2	69,8	-	28,6	16,8	450,2	685,5	110,8	210,9	59,7
3° trim.	1.544,8	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,4	127,0	265,1	61,8
4° trim. ^(p)	1.671,0	721,5	97,1	-	36,1	23,9	564,3	949,5	138,3	295,3	65,8
Transazioni											
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.	112,6	34,1	7,5	-	4,1	2,3	20,8	78,5	2,4	34,0	1,4
4° trim. ^(p)	46,2	3,0	4,4	-	1,0	-0,6	-1,7	43,0	3,8	8,5	3,6

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
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.	680,3	592,0	78,1	-	513,9	-	-	88,2	14,5	18,9	0,3
4° trim. ^(p)	707,5	612,7	74,1	-	538,6	-	-	94,8	15,6	19,0	0,3
Transazioni											
2009 2° trim.	2,2	15,8	-5,1	-	20,9	-	-	-13,6	2,1	0,2	0,0
3° trim.	9,1	10,6	-6,2	-	16,8	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
4° trim. ^(p)	15,8	10,6	-4,5	-	15,1	-	-	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
3° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						442,2
Saldo commerciale ¹⁾						-21,9
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.067,9	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 ¹⁾	565,1	286,6	246,3	33,8	-1,7	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,7
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	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 ¹⁾	1.874,5	1.533,9	109,7	32,5	198,5	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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 ¹⁾	1.850,5	1.386,2	62,6	42,2	359,4	
Utilizzo del conto dei redditi						
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 ¹⁾	75,6	97,2	62,1	27,9	-111,6	4,2
Conto capitale						
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) ¹⁾	-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
3° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						420,3
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.013,5	499,9	1.134,3	101,5	277,8	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	217,4					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	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>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
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>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
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>						
Utilizzo del conto dei redditi						
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>						
Conto capitale						
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
3° trim. 2009								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
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				234,0				
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>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
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>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
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>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
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
3° trim. 2009								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
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								
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 netta¹⁾</i>	-1.497,3	10.753,6	-8.542,1	823,6	210,7	-155,0	-4.588,1	
Conto finanziario, transazioni in passività								
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 netta¹⁾</i>	-2,6	59,7	50,6	45,1	-19,1	1,0	-139,9	2,6
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
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 netta¹⁾</i>	-28,1	461,2	-491,2	-40,3	51,0	1,1	-9,8	80,0
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
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 netta¹⁾</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
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	3.906,7	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> ¹⁾	2.068,2	2.185,9	2.329,6	2.376,9	2.355,4	2.289,8	2.206,6	2.158,9
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	2.585,6	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> ¹⁾	6.968,7	7.321,1	7.697,3	7.818,5	7.801,2	7.718,7	7.626,4	7.566,1
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	935,9	1.028,2	1.111,8	1.142,3	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> ¹⁾	6.882,3	7.228,9	7.602,8	7.716,3	7.696,1	7.614,4	7.522,3	7.460,8
Utilizzo del conto dei redditi								
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> ¹⁾	527,6	597,7	710,6	599,1	541,0	449,1	361,5	304,4
Conto capitale								
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	-0,4	-0,4	-1,1	0,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	183,6	170,0	151,2	163,8	164,6	161,8	169,3	168,1
Trasferimenti in conto capitale	24,4	22,5	24,3	24,2	23,8	23,6	28,6	29,0
Imposte in conto capitale	159,2	147,4	126,9	139,6	140,7	138,2	140,7	139,1
Altri trasferimenti in conto capitale	14,3	-13,9	23,1	-94,9	-132,6	-149,1	-129,4	-98,4
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	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
Formazione del conto dei redditi								
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) ²⁾	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>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
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>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
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>								
Utilizzo del conto dei redditi								
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>								
Conto capitale								
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
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
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
= Reddito lordo disponibile	5.383,6	5.602,8	5.848,3	6.024,4	6.057,6	6.076,4	6.087,2	6.091,0
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
= Risparmio lordo	753,5	767,4	819,3	841,3	860,8	896,0	929,9	956,8
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 ¹⁾ (+)	480,3	508,8	72,3	-1.196,8	-1.612,1	-1.222,9	-650,1	105,5
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	932,2	950,1	538,6	-720,8	-1.119,6	-698,2	-92,8	689,9
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
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 ²⁾	-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 (-)	398,0	401,6	350,1	238,7	200,4	149,6	119,9	98,5
Prestiti	358,5	355,3	283,7	184,2	82,6	19,9	10,1	-15,8
di cui da IFM dell'area dell'euro	425,9	469,3	53,8	-998,2	-1.352,4	-1.037,2	-601,1	-16,1
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)	109,3	46,5	24,5	-183,9	-254,5	-198,1	-102,8	43,9
Azioni e altre partecipazioni	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	932,2	950,1	538,6	-720,8	-1.119,6	-698,2	-92,8	689,9
Flussi netti restanti (+)	-47,7	-57,1	-47,2	-42,5	-48,3	-26,1	40,4	61,2
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	932,2	950,1	538,6	-720,8	-1.119,6	-698,2	-92,8	689,9
Bilancio finanziario								
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 ²⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	10.750,3	11.479,0	11.769,7	10.765,2	10.462,3	10.318,6	10.753,6	11.274,5

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
Reddito e risparmio								
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
= Margine operativo lordo (+)	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
= Margine operativo netto (+)	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
= Reddito lordo di impresa (+)	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
= Risparmio netto	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
Investimento, finanziamento e risparmio								
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
= Risparmio netto	91,5	61,1	65,7	4,8	-6,0	-53,3	-72,5	-46,6
Bilancio finanziario								
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 ¹⁾	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	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
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	25,5	67,5	92,2	90,7	106,7	54,9	38,6	21,1
Banconote, 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 ¹⁾	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
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-53,5	0,0	-29,5	15,7	41,3	-9,2	5,0	7,5
Conto delle altre variazioni								
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								
Riserve premi e riserve sinistri	-9,1	3,5	0,0	-6,9	0,0	-4,2	-3,3	-1,6
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-0,4	47,4	-32,2	-97,6	-86,1	-52,1	-9,9	14,4
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	435,3	511,0	596,3	668,0	707,8	717,3	705,6	692,0
Banconote, 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 ¹⁾	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
= Ricchezza finanziaria netta	-111,1	-63,7	-125,4	-174,9	-170,2	-165,9	-155,0	-153,0

Fonte: BCE.

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

MERCATI FINANZIARI

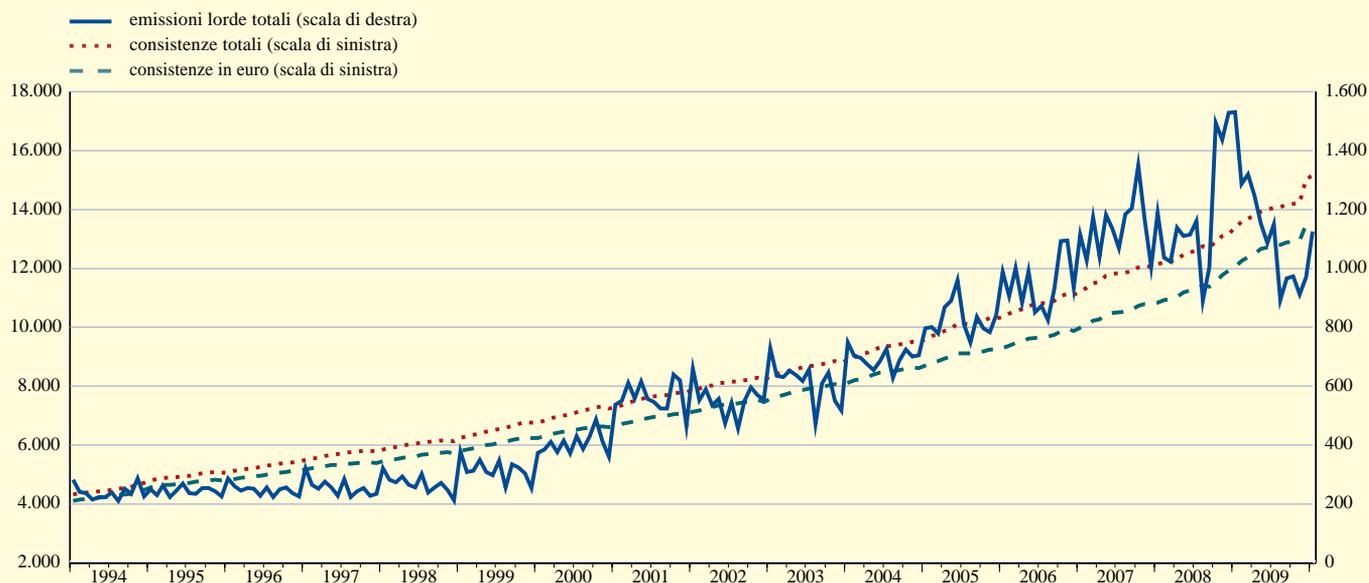
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

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

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2009 gen.	14.243,5	1.500,6	94,0	12.061,3	1.451,4	135,7	13.376,2	1.530,1	145,1	10,1	103,1	13,0
feb.	14.436,7	1.260,2	190,8	12.248,3	1.200,9	184,9	13.580,7	1.286,5	204,4	11,0	157,1	13,1
mar.	14.608,7	1.318,1	170,4	12.384,4	1.229,9	134,5	13.686,2	1.318,7	149,9	11,9	134,4	15,2
apr.	14.685,5	1.233,7	79,5	12.484,1	1.167,4	102,4	13.797,5	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	13.940,4	1.151,2	173,1	12,1	113,2	13,1
giu.	14.983,2	1.088,9	89,1	12.718,1	1.006,8	59,1	14.005,3	1.087,0	68,8	11,9	87,4	10,6
lug.	15.014,2	1.124,3	31,5	12.773,2	1.069,7	55,7	14.071,2	1.148,8	67,3	11,7	101,1	10,5
ago.	15.063,3	883,2	48,1	12.803,5	827,4	29,3	14.091,8	893,4	22,6	11,0	60,7	8,9
set.	15.168,3	965,6	106,2	12.881,6	882,4	79,2	14.161,3	966,1	83,4	12,0	144,8	9,0
ott.	15.160,5	950,7	-7,1	12.902,6	901,1	21,6	14.182,4	972,4	24,4	10,9	-1,3	7,5
nov.	15.216,2	888,5	55,9	12.960,4	846,2	58,1	14.243,9	912,0	66,6	9,6	42,7	6,4
dic.	15.756,1	935,8	-45,2	13.501,3	882,3	-44,3	15.030,9	970,7	-43,4	8,1	35,6	5,3
2010 gen.	.	.	.	13.587,1	1.019,9	85,0	15.152,2	1.125,7	100,1	7,7	72,3	4,8
A lungo termine												
2009 gen.	12.653,3	291,6	74,1	10.590,2	276,8	88,3	11.719,1	300,3	88,9	8,1	115,4	10,5
feb.	12.823,6	301,5	169,2	10.752,5	270,5	161,4	11.892,5	297,6	173,5	9,2	136,3	10,6
mar.	13.003,9	319,9	150,5	10.922,7	280,3	140,4	12.027,1	301,9	141,6	10,3	138,9	13,2
apr.	13.079,9	292,4	79,2	10.990,7	257,6	71,3	12.104,9	276,4	74,7	10,3	71,4	13,9
mag.	13.283,1	339,2	204,3	11.160,9	281,4	171,4	12.255,9	301,8	175,6	10,6	112,9	13,3
giu.	13.403,7	313,2	118,9	11.269,6	274,6	106,7	12.383,8	308,5	126,9	10,8	99,7	11,9
lug.	13.429,3	269,4	25,8	11.301,7	248,0	32,4	12.424,4	272,9	41,3	10,8	82,5	11,2
ago.	13.486,2	131,6	56,7	11.343,6	109,0	41,6	12.464,7	121,9	45,8	10,5	94,0	10,3
set.	13.558,2	223,6	72,0	11.417,9	197,0	74,3	12.527,7	222,6	74,5	11,5	120,0	9,9
ott.	13.617,6	244,5	57,9	11.473,3	216,1	53,8	12.579,5	235,4	55,7	11,7	52,8	9,5
nov.	13.704,8	199,5	86,2	11.556,3	178,8	82,0	12.659,1	193,9	84,8	10,8	51,1	8,4
dic.	14.226,0	168,6	-19,1	12.086,5	153,1	-10,1	13.412,2	166,1	-16,9	9,2	-13,1	6,2
2010 gen.	.	.	.	12.158,2	271,4	72,2	13.516,0	302,6	88,0	9,1	130,9	6,8

F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro

(miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2008	13.175	5.273	1.925	701	4.937	340	1.177	816	75	100	162	24
2009	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	1.124	738	58	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.	14.161	5.431	2.135	785	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
4° trim.	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	952	628	49	72	182	20
2009 ott.	14.182	5.382	2.145	794	5.498	363	972	599	44	79	229	21
nov.	14.244	5.389	2.156	796	5.537	366	912	590	37	69	197	20
dic.	15.031	5.376	2.973	799	5.510	373	971	695	68	69	121	18
2010 gen.	15.152	5.425	3.002	809	5.549	368	1.126	713	73	69	258	14
	A breve termine											
2008	1.591	822	62	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.619	733	69	70	725	21	874	639	14	68	137	15
2009 1° trim.	1.659	839	42	98	663	18	1.078	806	17	74	154	27
2° trim.	1.621	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.	1.619	733	69	70	725	21	753	550	14	60	116	13
2009 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.	1.619	733	69	70	725	21	805	621	20	59	93	12
2010 gen.	1.636	740	69	73	741	13	823	594	20	61	143	5
	A lungo termine²⁾											
2008	11.585	4.451	1.862	585	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	250	99	44	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.	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	198	78	35	13	66	6
2009 ott.	12.580	4.672	2.110	714	4.739	345	235	85	30	17	95	8
nov.	12.659	4.683	2.122	721	4.786	348	194	75	28	11	76	5
dic.	13.412	4.643	2.903	729	4.784	353	166	74	48	10	28	7
2010 gen.	13.516	4.685	2.933	735	4.808	355	303	118	53	8	115	8
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2008	7.615	2.327	635	448	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.710	2.607	897	598	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.	8.375	2.528	767	569	4.251	259	139	49	14	13	61	3
4° trim.	8.710	2.607	897	598	4.338	271	131	45	10	12	59	5
2009 ott.	8.437	2.536	767	581	4.289	264	169	56	8	17	83	5
nov.	8.507	2.550	774	589	4.329	265	142	47	13	11	68	2
dic.	8.710	2.607	897	598	4.338	271	83	33	8	8	27	6
2010 gen.	8.761	2.644	901	600	4.347	268	201	79	11	7	100	4
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2008	3.478	1.725	1.198	127	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.281	1.751	1.955	121	374	81	61	27	25	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	1	7	1
4° trim.	4.281	1.751	1.955	121	374	81	58	26	25	1	5	2
2009 ott.	3.600	1.711	1.317	123	369	80	57	24	21	1	8	3
nov.	3.606	1.708	1.322	122	373	81	42	21	14	0	5	2
dic.	4.281	1.751	1.955	121	374	81	75	34	39	1	1	0
2010 gen.	4.324	1.754	1.978	125	382	85	83	31	39	0	8	5

Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni lorde si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

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

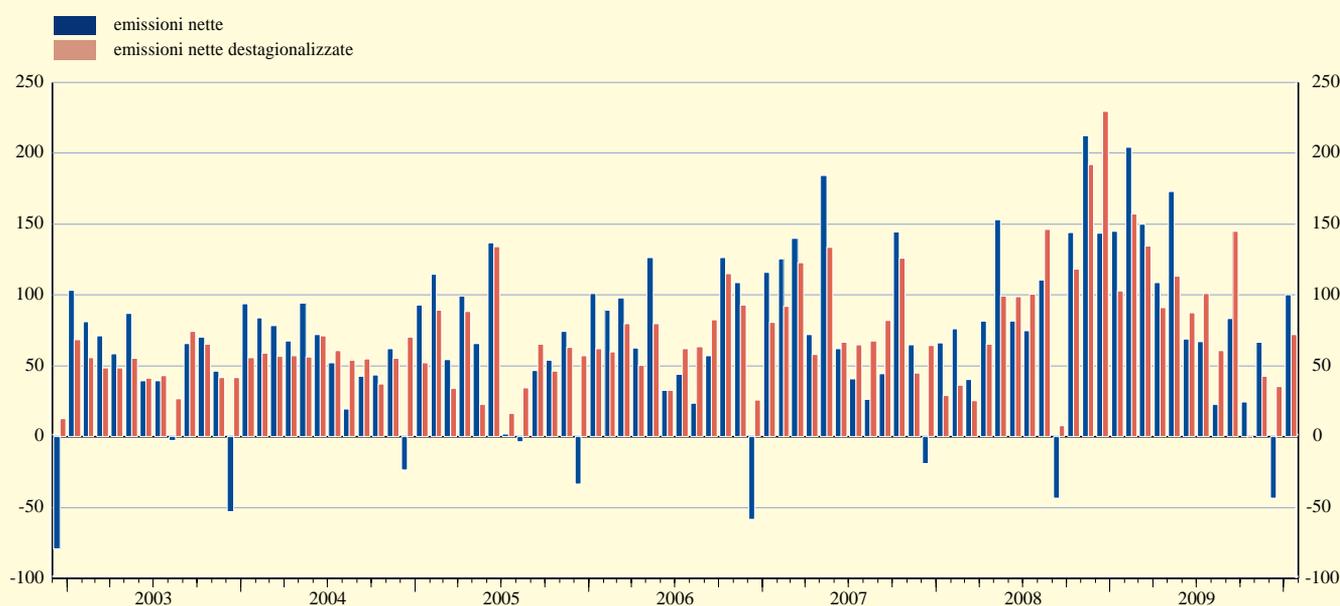
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
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	22,2	8,0	46,4	2,8	89,2	9,7	21,6	7,7	47,3	2,8
2009 1° trim.	166,5	39,8	35,0	7,0	83,9	0,9	131,5	20,3	44,9	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	7,3	39,0	2,8
3° trim.	57,8	0,4	9,6	10,1	35,4	2,3	102,2	9,9	28,8	12,8	47,1	3,5
4° trim.	15,9	-22,4	17,0	3,6	12,6	5,1	25,7	-12,7	-14,1	5,6	44,4	2,5
2009 ott.	24,4	-47,8	10,5	8,9	47,3	5,5	-1,3	-73,0	-10,4	7,0	71,3	3,9
nov.	66,6	8,9	12,1	3,0	39,7	2,8	42,7	11,6	2,9	2,6	25,2	0,4
dic.	-43,4	-28,4	28,4	-1,2	-49,2	7,1	35,6	23,3	-34,7	7,3	36,6	3,2
2010 gen.	100,1	37,8	25,4	6,3	36,4	-5,7	72,3	13,8	65,8	2,4	-8,2	-1,6
	A lungo termine											
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	88,9	15,1	24,3	11,8	34,5	3,1	88,5	15,2	23,8	11,9	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	12,2	25,7	3,5
3° trim.	53,9	12,3	11,7	11,1	17,4	1,4	98,9	22,5	31,2	12,9	29,8	2,5
4° trim.	41,2	-13,1	15,2	7,4	27,4	4,4	30,3	-3,5	-15,7	7,9	38,2	3,5
2009 ott.	55,7	-6,1	5,9	11,1	39,2	5,6	52,8	-9,0	-15,3	11,2	61,4	4,4
nov.	84,8	12,9	13,1	8,3	47,8	2,7	51,1	17,5	3,7	7,7	22,1	0,2
dic.	-16,9	-46,2	26,5	2,7	-4,8	4,9	-13,1	-19,1	-35,5	4,7	31,1	5,7
2010 gen.	88,0	35,4	25,8	3,3	21,6	2,0	130,9	37,8	63,6	4,5	23,4	1,7

Fl16 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

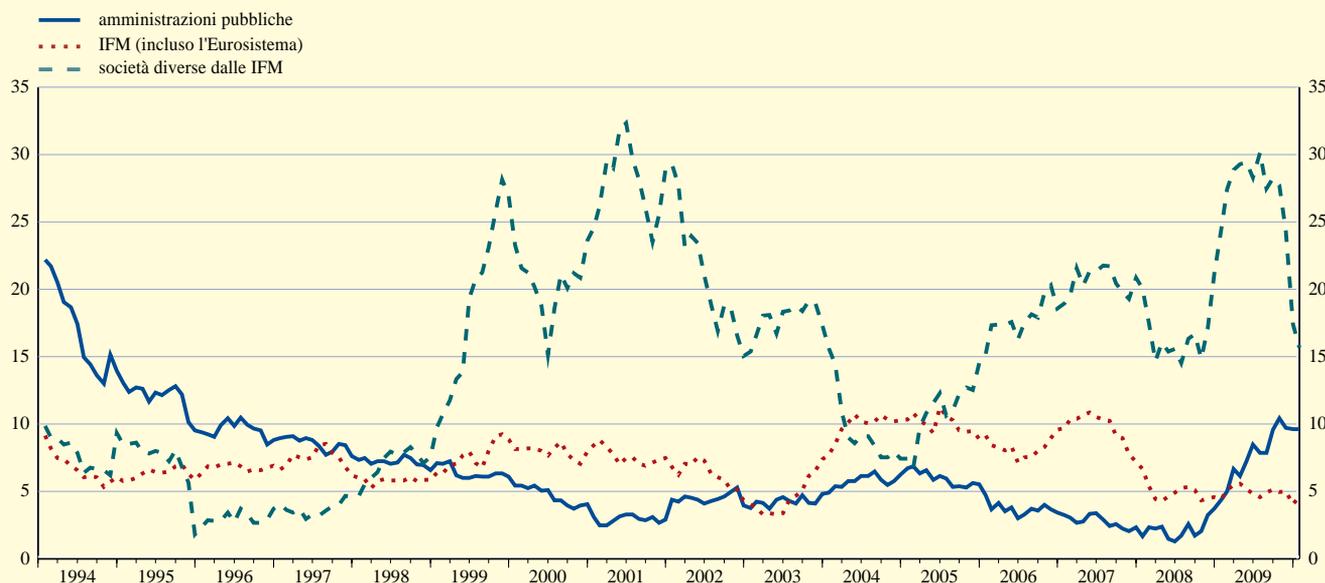
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'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											
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	36,2	13,4	16,0	7,2
mar.	11,9	6,4	33,1	9,1	11,6	7,9	15,2	4,8	38,0	13,0	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	35,1	15,9	13,0	11,9
giu.	11,9	4,8	29,6	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	26,8	12,9	13,4	9,0	8,9	3,2	18,4	12,4	10,7	10,8
set.	12,0	4,2	27,0	15,3	14,9	10,6	9,0	3,5	17,2	17,3	10,2	11,3
ott.	10,9	3,0	25,8	16,2	13,6	10,4	7,5	0,1	11,9	17,2	12,1	9,4
nov.	9,6	2,5	21,3	15,8	12,1	10,6	6,4	-0,7	9,0	15,8	11,3	9,3
dic.	8,1	2,2	13,4	13,7	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,5	15,3	10,7	10,4
2010 gen.	7,7	2,2	13,3	13,2	10,2	9,1	4,8	-0,3	3,4	11,9	9,4	7,8
	A lungo termine											
2009 gen.	8,1	4,4	30,6	8,3	4,4	3,4	10,5	3,0	42,2	16,1	7,1	4,2
feb.	9,2	5,1	33,8	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	42,8	21,1	11,8	7,3
apr.	10,3	5,6	34,7	14,8	6,0	8,7	13,9	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	30,5	9,1	14,2
giu.	10,8	4,8	31,6	19,0	8,4	8,4	11,9	5,6	27,8	29,0	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	19,6	22,1	8,3	13,2
set.	11,5	5,1	30,0	23,2	9,6	9,3	9,9	6,4	18,6	25,4	7,5	11,4
ott.	11,7	4,9	28,6	25,3	10,4	10,4	9,5	4,7	12,7	24,6	11,0	9,0
nov.	10,8	5,0	23,7	26,2	9,6	10,8	8,4	4,3	9,8	22,2	10,1	7,6
dic.	9,2	4,0	15,3	24,2	9,5	11,8	6,2	2,5	3,9	19,6	9,1	10,9
2010 gen.	9,1	4,6	13,8	21,3	9,5	11,4	6,8	3,1	3,2	16,1	10,5	10,7

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



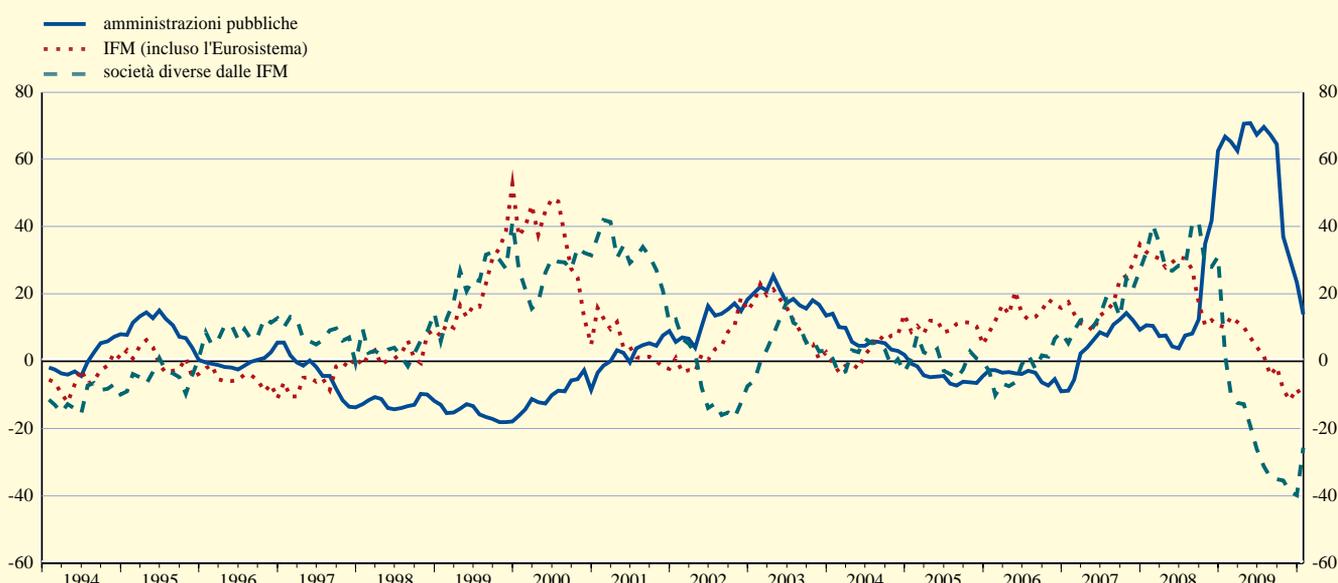
Fonte: BCE.

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

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'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	12,3	2,0	37,0	-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	44,7	0,8	0,8	11,1
2° trim.	9,0	6,8	20,3	21,3	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	-3,3	-1,6	25,1
4° trim.	12,4	8,9	25,1	34,0	10,3	6,6	7,8	-1,6	25,4	-4,4	2,0	26,2
2009 ago.	10,5	7,4	24,6	28,2	8,7	3,5	10,6	1,0	33,9	-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	-4,8	2,9	28,2
ott.	12,7	8,5	26,0	34,3	11,1	6,4	9,5	-1,1	31,2	-4,3	1,3	26,1
nov.	12,5	9,4	25,5	35,3	10,1	7,1	7,0	-1,8	23,4	-4,3	1,7	25,8
dic.	12,1	9,6	23,1	32,8	9,7	8,3	2,9	-4,0	11,7	-4,6	3,0	25,2
2010 gen.	11,6	10,4	19,4	28,4	9,3	7,0	3,5	-3,4	10,9	-3,6	7,3	28,2
	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	14,6	3,9	39,3	-2,6	-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	47,0	-1,8	-0,7	21,7
3° trim.	11,3	9,4	26,5	27,4	9,2	3,3	13,8	2,9	38,8	-3,9	-2,4	27,4
4° trim.	12,9	11,2	25,8	33,5	10,4	6,1	9,3	-0,2	26,7	-5,2	0,7	26,8
2009 ago.	11,2	9,6	26,6	27,5	9,0	2,8	12,6	2,7	36,1	-4,3	-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	27,1	33,6	11,2	5,7	11,3	0,6	32,6	-5,3	0,0	26,9
nov.	13,0	11,8	25,9	34,8	10,2	6,8	8,4	-0,6	24,6	-5,0	0,4	25,9
dic.	12,3	11,0	22,8	33,3	9,8	8,0	3,8	-3,2	12,5	-5,2	1,7	25,1
2010 gen.	11,7	11,4	19,3	29,1	9,4	6,6	4,2	-3,0	11,8	-4,1	5,9	28,3

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; valori di mercato)

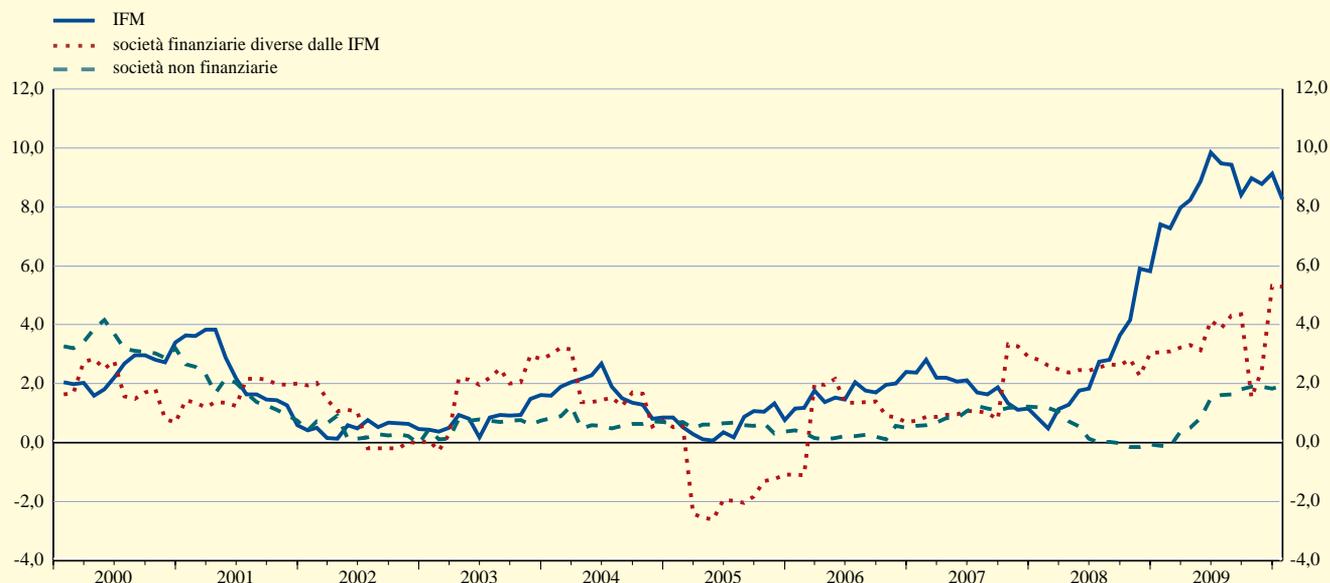
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2001=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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.	3.300,8	105,6	1,1	342,8	7,4	258,7	3,1	2.699,3	-0,1
feb.	2.934,9	105,6	1,1	275,0	7,3	206,0	3,1	2.453,9	-0,1
mar.	3.018,8	106,1	1,5	314,5	8,0	223,5	3,2	2.480,8	0,4
apr.	3.452,3	106,2	1,7	412,8	8,2	274,3	3,3	2.765,1	0,5
mag.	3.600,2	106,5	2,0	453,2	8,9	283,0	3,1	2.864,1	0,8
giu.	3.551,0	107,3	2,7	448,5	9,8	279,1	4,1	2.823,4	1,5
lug.	3.836,7	107,5	2,7	509,4	9,5	300,7	3,9	3.026,5	1,6
ago.	4.034,6	107,5	2,8	572,4	9,4	321,4	4,3	3.140,9	1,6
set.	4.204,0	107,6	2,8	593,0	8,4	351,3	4,4	3.259,6	1,8
ott.	4.059,1	107,8	2,7	568,1	9,0	325,9	1,5	3.165,1	1,9
nov.	4.072,6	108,1	2,8	567,6	8,8	317,6	2,5	3.187,4	1,9
dic.	4.417,7	108,6	3,0	572,5	9,1	345,3	5,3	3.499,8	1,8
2010 gen.	4.253,1	108,7	3,0	522,9	8,3	338,1	5,3	3.392,0	1,9

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

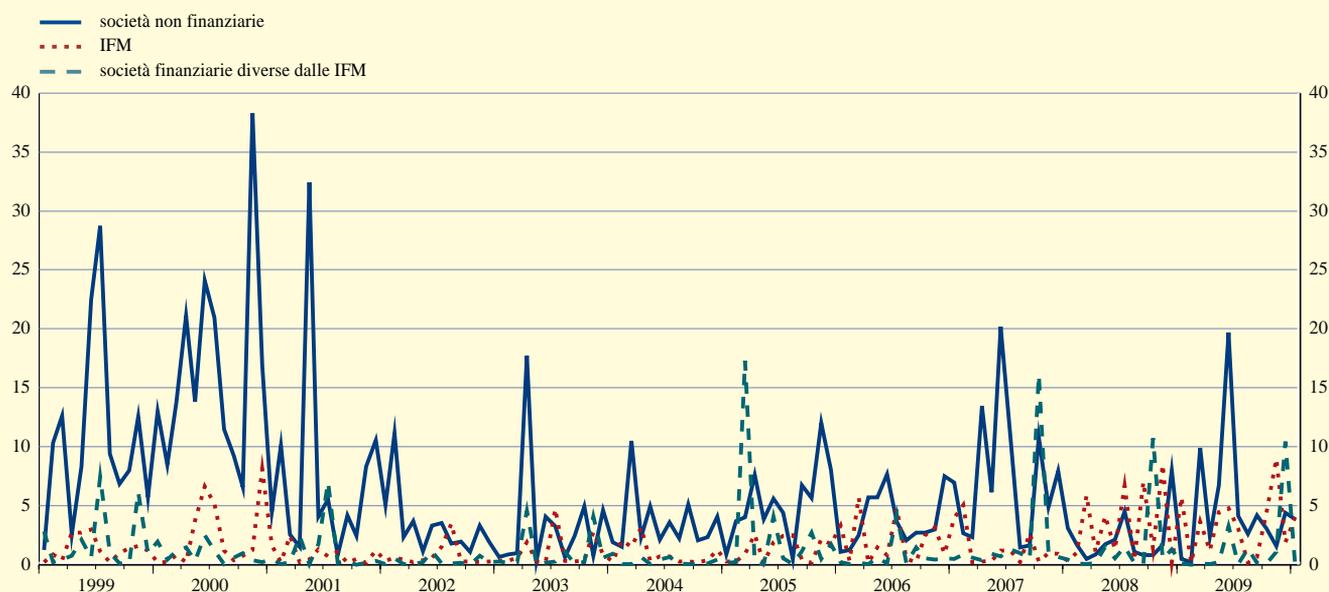
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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.	3,6	0,3	3,3	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,3	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,7	0,3	6,5
giu.	27,8	2,0	25,7	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
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.	3,9	3,3	0,6	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,6	3,3	-0,7
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	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
dic.	16,7	0,2	16,5	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,4	4,4	0,1	4,3
2010 gen.	7,9	0,1	7,8	4,0	0,0	4,0	0,1	0,1	0,0	3,8	0,0	3,8

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009 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	2,00	2,53	0,64
2010 gen.	0,43	1,74	2,32	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
feb.	0,42	1,75	2,24	2,35	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,38	0,53

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

	Conti correnti attivi ²⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione				Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso			
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni					oltre 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 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.	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,13	4,45	4,46
feb.	9,02	6,72	6,25	7,98	7,79	2,67	3,83	4,34	4,20	3,72	3,17	4,49	4,76

3. Tassi di interesse sui prestiti a società non finanziarie (nuove operazioni)

	Conti correnti attivi ²⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6	7
2009 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	3,25	4,20	3,99	2,01	2,88	3,65
feb.	4,02	3,26	4,22	4,04	1,93	2,90	3,60

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

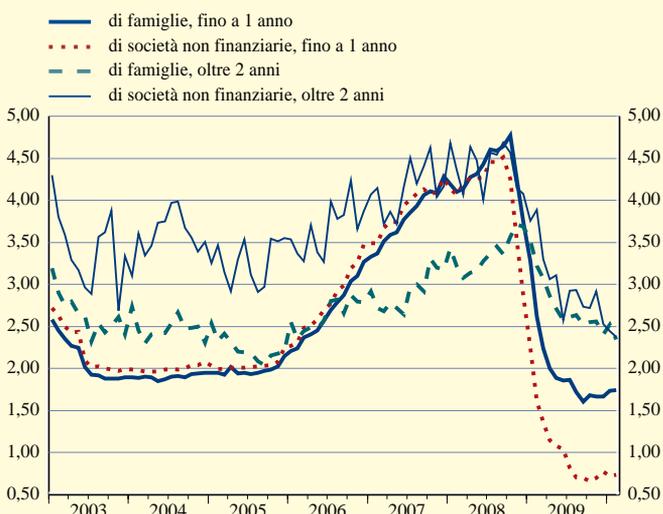
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine ⁹
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 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	2,39	2,92	1,53	2,45	0,47	1,70	3,29	1,21
2010 gen.	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
feb.	0,42	2,15	2,83	1,45	2,11	0,44	1,42	3,32	1,19

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 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	7,82	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.	4,12	4,13	4,08	7,58	6,58	5,43	3,49	3,38	3,51
2010 gen.	4,00	4,04	3,99	7,51	6,53	5,38	3,47	3,31	3,45
feb.	4,06	4,11	4,03	7,50	6,63	5,42	3,45	3,33	3,48

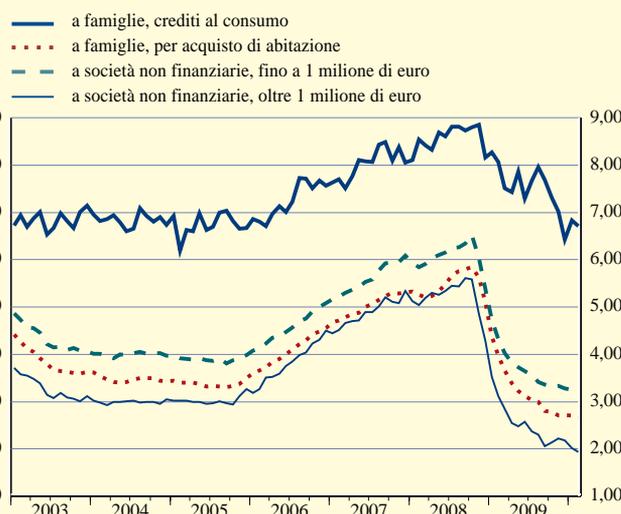
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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

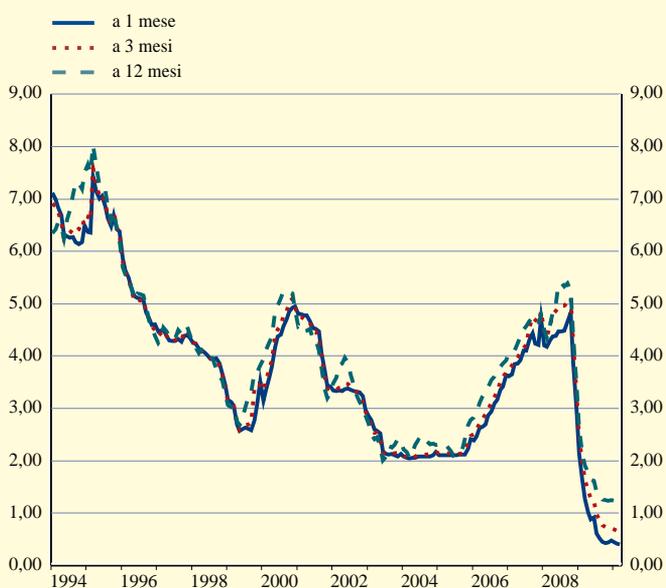
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
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
2010 1° trim.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2009 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
mar.	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25

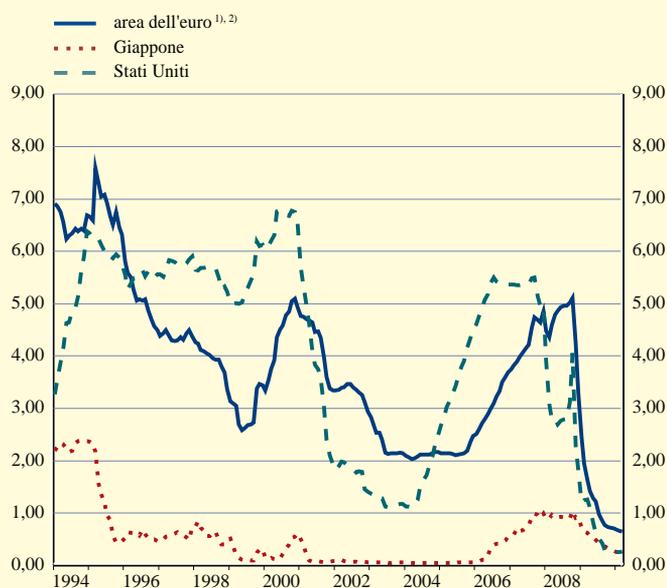
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

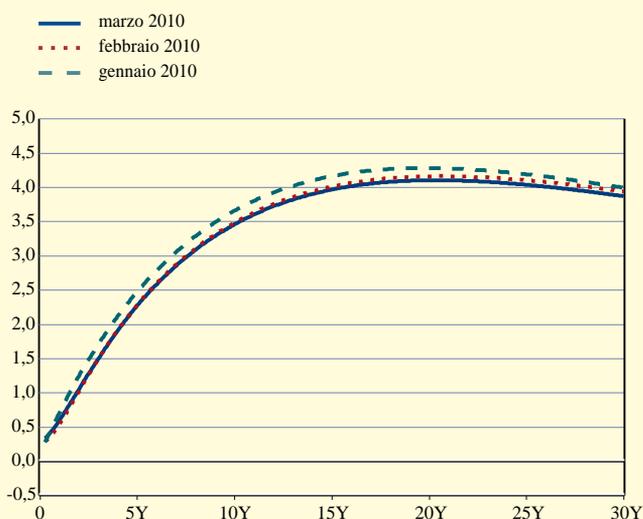
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 mar.	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
apr.	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19
mag.	0,79	0,93	1,53	3,00	3,60	4,18	3,39	2,65	1,43	2,77	4,81	5,61
giu.	0,62	0,90	1,50	2,85	3,42	3,99	3,37	2,49	1,47	2,67	4,54	5,42
lug.	0,49	0,74	1,43	2,68	3,21	3,74	3,26	2,31	1,49	2,62	4,21	5,13
ago.	0,44	0,74	1,46	2,69	3,19	3,68	3,24	2,22	1,55	2,66	4,16	4,95
set.	0,41	0,70	1,33	2,59	3,12	3,64	3,23	2,31	1,34	2,47	4,14	4,96
ott.	0,50	0,81	1,43	2,61	3,13	3,68	3,18	2,25	1,49	2,50	4,12	5,11
nov.	0,44	0,80	1,34	2,49	3,01	3,57	3,13	2,23	1,38	2,32	4,00	5,04
dic.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
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
mar.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02

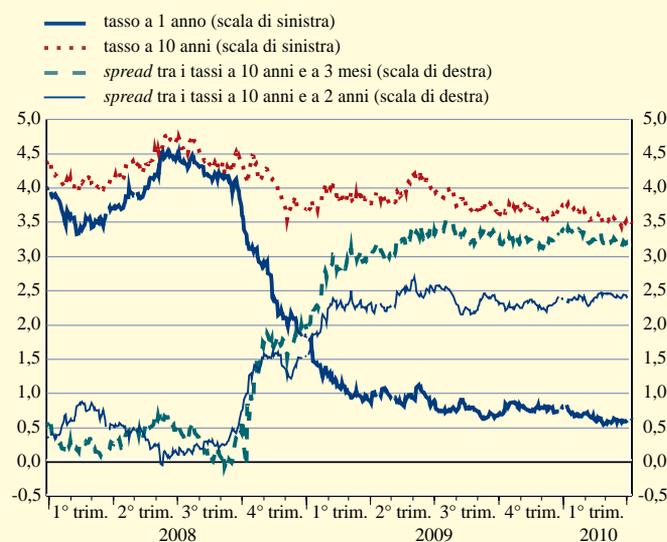
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



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)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

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

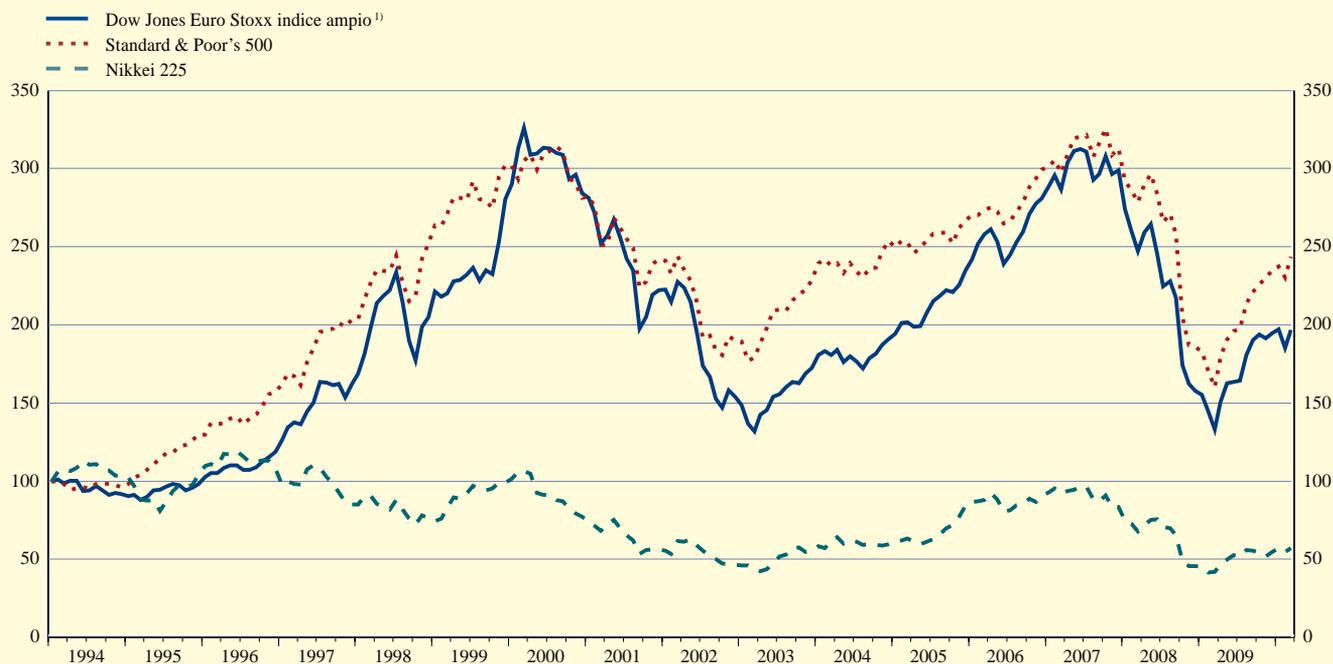
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
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
2010 1° trim.	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
2009 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
mar.	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾		
	Indice 2005 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale ³⁾	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	88,9	11,1	
	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	1,7	
2008 4° trim.	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	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	0,0	0,3	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9	
2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,2	0,1	-0,9	0,1	0,7	0,4	0,0	1,8	
3° trim.	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2	
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	0,8	
2009 ott.	108,4	-0,1	1,0	-1,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,9	
nov.	108,5	0,5	1,0	-0,3	1,6	0,2	0,1	0,2	0,1	1,4	0,1	0,4	0,8	
dic.	108,9	0,9	1,0	0,5	1,6	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,1	0,9	0,8	
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.	108,4	0,9	0,8	0,5	1,3	0,0	0,0	0,5	-0,1	-0,3	0,1	0,9	0,4	
mar. ⁴⁾	.	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ³⁾	19,2	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 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
feb.	-0,1	0,6	-1,2	0,8	0,0	3,1	1,9	1,6	2,2	-0,6	0,9	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2010.
- 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 ³⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Industria escluse le costruzioni											
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale	Industria manifatturiera	Industria escluse le costruzioni e l'energia			Beni energetici	Beni di consumo				
				Totale	Beni intermedi	Beni di investimento		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	1,4	1,4	13,5	4,6	6,6
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,5	2,2	1,2	4,1	4,5
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,1	3,8	1,7
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	.
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	0,7 ⁴⁾
2009 1° trim.	109,8	-2,0	-4,3	-1,1	-2,7	1,8	-1,0	1,8	-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 ⁴⁾
3° trim.	108,0	-7,8	-7,4	-4,1	-7,5	-0,1	-2,6	1,0	-3,1	-18,0	-1,7	-
4° trim.	108,4	-4,6	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,4	0,5	-2,8	-9,5	-0,2	.
2009 set.	107,9	-7,6	-6,9	-4,2	-7,4	-0,4	-2,7	0,7	-3,2	-17,4	-	-
ott.	108,2	-6,6	-5,2	-3,9	-6,5	-0,6	-2,8	0,4	-3,3	-14,3	-	-
nov.	108,4	-4,4	-2,8	-3,0	-4,9	-0,6	-2,4	0,5	-2,7	-8,7	-	-
dic.	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,4	-0,5	-1,9	0,5	-2,3	-5,1	-	-
2010 gen.	109,2	-1,1	0,8	-1,1	-1,6	-0,7	-0,7	0,4	-0,8	-1,7	-	-
feb.	109,3	-0,5	1,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	0,2	-0,7	-0,9	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁵⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Deflatori del PIL						
		Ponderati in base alle importazioni ⁶⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁷⁾				Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁸⁾	Importazioni ⁸⁾
		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	116,5	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	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	2,7	2,4	2,5	3,7
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,2	-18,1	-11,5	-22,8	120,3	1,0	0,1	-0,1	2,0	-0,7	-3,2	-5,8
2008 4° trim.	43,5	-9,9	-7,2	-11,2	-14,5	-12,9	-15,8	120,0	2,3	1,5	1,9	2,0	1,8	2,0	0,0
2009 1° trim.	35,1	-29,2	-15,0	-36,0	-28,7	-17,7	-36,8	120,1	1,8	0,9	0,4	2,7	0,6	-2,0	-4,3
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-31,0	-22,5	-10,0	-31,4	120,1	1,1	-0,2	-0,3	1,6	-0,8	-3,6	-6,9
3° trim.	48,1	-18,8	-12,7	-21,8	-18,9	-15,3	-21,5	120,3	0,9	-0,6	-0,7	2,4	-1,6	-4,4	-8,1
4° trim.	51,2	2,9	5,8	1,4	2,4	-0,9	4,9	120,4	0,4	0,1	0,2	1,5	-1,1	-2,8	-3,9
2009 ott.	49,8	-7,3	-1,2	-10,2	-9,3	-10,3	-8,6	-	-	-	-	-	-	-	-
nov.	52,1	-0,8	3,0	-2,7	-0,9	-2,9	0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
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	25,1	5,0	38,0	24,9	7,1	42,1	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	59,1	33,8	8,2	49,8	31,3	7,6	54,2	-	-	-	-	-	-	-	-

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 manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾								
2006	110,0	1,0	1,4	-0,5	3,4	0,6	2,2	2,0
2007	111,7	1,6	2,3	0,8	4,1	0,6	2,3	1,7
2008	115,4	3,3	-0,2	3,7	3,1	3,1	3,1	3,0
2009	119,8	3,8	0,6	9,8	1,6	4,7	1,0	2,2
2008 4° trim.	118,1	4,7	-0,9	9,7	3,2	5,3	2,4	2,8
2009 1° trim.	120,1	5,7	0,2	15,7	2,6	7,2	0,8	3,0
2° trim.	120,2	4,6	0,8	13,8	1,4	5,9	1,5	1,5
3° trim.	119,7	3,4	0,0	8,3	0,8	3,6	0,7	3,1
4° trim.	119,7	1,3	0,4	1,6	1,5	2,2	0,9	1,5
Redditi per occupato								
2006	114,9	2,3	3,2	3,4	3,5	1,7	2,3	1,7
2007	117,8	2,5	3,9	2,9	2,7	2,1	2,4	2,5
2008	121,6	3,2	2,8	3,0	4,5	2,7	2,4	3,7
2009	123,4	1,5	3,2	0,4	2,8	1,5	1,3	2,2
2008 4° trim.	122,6	2,9	1,9	2,8	4,3	2,9	1,8	3,3
2009 1° trim.	122,6	1,8	3,0	0,5	2,9	2,4	0,6	2,9
2° trim.	123,1	1,4	3,4	0,1	3,3	2,1	1,8	1,5
3° trim.	123,7	1,4	3,4	0,4	2,8	0,5	1,3	2,8
4° trim.	124,1	1,2	2,8	0,5	2,4	1,1	1,9	1,7
Produttività del lavoro ²⁾								
2006	104,5	1,3	1,8	3,9	0,1	1,1	0,1	-0,4
2007	105,5	1,0	1,6	2,1	-1,4	1,5	0,1	0,7
2008	105,3	-0,1	3,1	-0,7	1,3	-0,4	-0,7	0,7
2009	103,0	-2,2	2,5	-8,6	1,2	-3,1	0,4	0,0
2008 4° trim.	103,8	-1,7	2,9	-6,3	1,1	-2,3	-0,6	0,5
2009 1° trim.	102,0	-3,7	2,8	-13,1	0,3	-4,4	-0,3	-0,1
2° trim.	102,4	-3,0	2,6	-12,0	1,8	-3,5	0,3	0,0
3° trim.	103,4	-1,9	3,4	-7,2	2,0	-3,0	0,6	-0,2
4° trim.	103,7	-0,1	2,4	-1,0	0,9	-1,1	1,0	0,2

5. Costo orario del lavoro³⁾

	Totale (indice dest. 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	94,3	2,3	2,3	2,2	3,4	1,3	1,8	2,3
2007	96,6	2,5	2,8	1,4	2,2	2,7	2,6	2,1
2008	100,0	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	3,1	3,2
2009	103,3	3,3	3,1	3,9	4,1	3,7	2,8	2,6
2008 4° trim.	101,8	4,5	4,3	4,9	6,2	5,1	3,4	3,6
2009 1° trim.	102,2	3,6	3,4	4,6	5,0	3,5	2,8	3,2
2° trim.	103,2	4,3	4,1	4,7	5,5	4,5	3,6	2,8
3° trim.	103,5	3,0	2,8	3,5	4,4	3,0	2,2	2,3
4° trim.	104,1	2,2	2,0	2,7	1,4	3,7	2,4	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 ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2006	8.557,6	8.460,3	4.869,7	1.733,4	1.832,1	25,0	97,2	3.451,6	3.354,4
2007	9.006,7	8.865,5	5.062,1	1.803,4	1.970,7	29,4	141,2	3.733,0	3.591,8
2008	9.254,7	9.158,4	5.228,9	1.891,6	2.000,3	37,6	96,3	3.858,6	3.762,3
2009	8.975,1	8.856,6	5.170,6	1.974,5	1.771,2	-59,7	118,6	3.257,7	3.139,1
2008 4° trim.	2.292,1	2.273,8	1.303,6	480,3	481,1	8,8	18,2	903,6	885,4
2009 1° trim.	2.238,7	2.223,3	1.288,2	487,2	453,7	-5,8	15,4	808,7	793,3
2° trim.	2.236,0	2.206,1	1.290,7	492,2	444,7	-21,6	29,9	793,2	763,3
3° trim.	2.249,0	2.216,0	1.292,8	498,6	439,1	-14,5	32,9	818,0	785,1
4° trim.	2.251,5	2.211,2	1.298,9	496,4	433,7	-17,8	40,3	837,8	797,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2009	100,0	98,7	57,6	22,0	19,7	-0,7	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2008 4° trim.	-1,9	-0,8	-0,6	0,6	-4,1	-	-	-7,3	-4,8
2009 1° trim.	-2,5	-2,3	-0,5	0,6	-5,2	-	-	-8,0	-7,6
2° trim.	-0,1	-0,8	0,1	0,6	-1,6	-	-	-1,1	-2,8
3° trim.	0,4	0,4	-0,1	0,7	-0,9	-	-	2,9	2,9
4° trim.	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-1,3	-	-	1,9	1,3
<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	0,6	0,4	2,1	-0,6	-	-	1,0	1,1
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,3	-10,8	-	-	-12,9	-11,5
2008 4° trim.	-1,9	-0,5	-0,7	2,4	-6,0	-	-	-7,0	-3,8
2009 1° trim.	-5,0	-3,5	-1,4	2,4	-11,4	-	-	-16,1	-12,9
2° trim.	-4,9	-3,7	-1,0	2,3	-11,6	-	-	-16,6	-14,3
3° trim.	-4,1	-3,4	-1,1	2,6	-11,3	-	-	-13,2	-11,9
4° trim.	-2,2	-2,9	-0,6	1,8	-8,8	-	-	-4,6	-6,3
<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	0,3	-1,2	-	-
2009 1° trim.	-2,5	-2,3	-0,3	0,1	-1,1	-1,0	-0,2	-	-
2° trim.	-0,1	-0,8	0,0	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,4	-0,1	0,2	-0,2	0,5	0,0	-	-
4° trim.	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,2	-	-
<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.	-1,9	-0,5	-0,4	0,5	-1,3	0,8	-1,4	-	-
2009 1° trim.	-5,0	-3,5	-0,8	0,5	-2,5	-0,6	-1,6	-	-
2° trim.	-4,9	-3,7	-0,6	0,5	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
3° trim.	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,4	-0,8	-0,7	-	-
4° trim.	-2,2	-2,8	-0,3	0,4	-1,9	-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, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2006	7.643,7	140,8	1.563,7	477,3	1.594,2	2.136,3	1.731,4	913,9
2007	8.047,7	151,0	1.640,4	510,4	1.668,7	2.273,7	1.803,3	959,0
2008	8.309,2	145,9	1.658,7	533,9	1.724,8	2.363,7	1.882,3	945,4
2009	8.080,4	131,3	1.441,3	514,3	1.669,4	2.365,1	1.959,0	894,7
2008 4° trim.	2.061,7	34,6	395,5	132,0	427,7	593,6	478,3	230,4
2009 1° trim.	2.015,0	34,2	360,9	130,2	415,7	589,9	484,1	223,6
2° trim.	2.013,4	33,1	355,2	129,0	416,5	591,1	488,5	222,6
3° trim.	2.025,0	31,9	362,1	128,1	418,7	592,0	492,3	224,0
4° trim.	2.027,0	32,2	363,1	127,0	418,5	592,0	494,2	224,5
<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 ¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2008 4° trim.	-1,9	0,1	-6,3	-2,0	-1,9	-0,7	0,3	-1,9
2009 1° trim.	-2,6	0,0	-8,0	-1,3	-3,1	-1,1	0,1	-1,7
2° trim.	-0,2	-0,2	-1,3	-1,0	-0,1	-0,1	0,7	0,3
3° trim.	0,4	0,3	2,4	-1,3	0,2	-0,3	0,2	0,8
4° trim.	0,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,0	0,1	0,4	0,2
<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	2,4	2,3	3,5	4,2	2,0	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,8	0,9	1,5	1,6	-1,2
2009	-4,2	-0,1	-13,3	-5,8	-4,8	-1,8	1,5	-2,7
2008 4° trim.	-1,8	1,7	-7,5	-4,1	-2,0	-0,1	1,6	-2,4
2009 1° trim.	-5,1	0,3	-16,1	-6,8	-5,7	-1,7	1,3	-4,6
2° trim.	-5,0	0,2	-16,4	-5,9	-5,4	-2,1	1,6	-3,3
3° trim.	-4,3	0,3	-13,0	-5,5	-4,9	-2,1	1,4	-2,4
4° trim.	-2,4	-0,1	-7,2	-4,7	-3,0	-1,4	1,4	-0,3
<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.	-2,6	0,0	-1,5	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	-
2° trim.	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	-
3° trim.	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-
4° trim.	0,0	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	0,8	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	-1,5	-0,3	-0,4	0,0	0,4	-
2009 1° trim.	-5,1	0,0	-3,3	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
2° trim.	-5,0	0,0	-3,3	-0,4	-1,1	-0,6	0,4	-
3° trim.	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,0	-0,6	0,3	-
4° trim.	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,6	-0,4	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 ¹⁾	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici										Beni energetici
			Totale	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	108,1	3,7	4,2	4,3	3,7	6,7	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2	
2008	-2,3	106,2	-1,7	-1,8	-1,9	-3,3	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4	
2009	-13,8	90,6	-14,9	-15,3	-16,4	-19,2	-20,9	-4,9	-17,3	-3,0	-5,9	-8,3	
2009 1° trim.	-16,9	91,6	-18,4	-20,2	-20,6	-25,3	-24,0	-7,4	-19,8	-5,4	-4,3	-10,0	
2° trim.	-16,7	89,2	-18,7	-19,5	-20,0	-24,2	-24,3	-5,9	-21,1	-3,3	-8,9	-7,5	
3° trim.	-13,8	89,9	-14,5	-15,3	-15,8	-18,4	-21,1	-4,0	-18,3	-1,9	-6,3	-9,4	
4° trim.	-7,5	91,5	-7,5	-8,0	-8,4	-6,9	-13,9	-2,5	-9,6	-1,4	-4,5	-6,6	
2009 ago.	-14,7	89,8	-15,1	-16,2	-16,1	-19,4	-22,1	-5,4	-19,4	-3,8	-6,1	-10,8	
set.	-12,0	90,4	-12,7	-13,1	-13,7	-15,7	-18,3	-2,9	-15,5	-0,8	-7,3	-7,9	
ott.	-10,6	90,6	-11,1	-11,8	-12,3	-12,3	-17,3	-4,7	-14,0	-3,1	-5,3	-7,4	
nov.	-7,3	91,7	-6,9	-7,0	-7,4	-5,9	-12,9	-1,8	-7,8	-0,9	-5,7	-7,9	
dic.	-4,1	92,3	-4,0	-4,4	-4,8	-0,5	-11,3	-0,6	-5,8	0,1	-2,8	-3,9	
2010 gen.	-0,8	93,7	1,1	1,4	1,9	3,9	0,2	0,5	-0,2	0,7	0,0	-9,3	
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 ago.	0,0	-	0,3	0,4	1,3	7,0	1,6	0,1	1,1	-1,2	0,2	-0,1	
set.	0,7	-	0,7	0,9	0,1	-5,5	1,6	-0,2	1,1	1,3	-1,6	-0,9	
ott.	0,1	-	0,3	-0,1	-0,2	1,2	-0,6	-1,0	0,3	-1,3	1,2	-0,4	
nov.	0,7	-	1,2	1,3	1,4	0,6	1,5	1,3	1,8	0,9	-2,6	-1,0	
dic.	0,4	-	0,6	0,1	-0,4	-1,4	-0,2	0,4	-0,5	0,6	2,7	-1,3	
2010 gen.	1,0	-	1,6	1,5	1,9	1,2	-0,5	0,4	2,7	0,1	3,2	-0,3	

4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di nuove autovetture

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio escluso carburante per autoveicoli							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	119,9	8,6	115,0	6,5	2,6	104,1	1,7	0,2	2,7	4,2	2,7	968	-0,6
2008	113,3	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,6	-0,5	-0,6	-0,4	-1,7	-2,3	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,6	-18,4	-2,6	101,4	-2,1	-1,3	-2,7	-1,1	-4,3	923	2,8
2009 1° trim.	83,2	-31,6	94,9	-21,6	-2,9	101,7	-3,0	-2,8	-3,1	-0,3	-6,8	833	-12,6
2° trim.	84,4	-30,6	94,0	-23,2	-3,0	101,5	-2,4	-1,1	-3,3	-2,1	-5,9	933	-0,3
3° trim.	90,9	-21,5	96,1	-18,8	-3,3	101,2	-2,3	-1,2	-3,2	-2,5	-3,7	957	9,6
4° trim.	92,0	-2,9	97,5	-9,2	-1,5	101,3	-0,9	-0,2	-1,3	0,5	-1,3	967	20,5
2009 set.	92,0	-16,4	96,3	-17,0	-3,9	100,9	-3,0	-1,5	-4,1	-4,7	-3,6	968	9,6
ott.	90,1	-14,7	96,7	-16,5	-1,7	101,4	-0,9	-0,7	-1,2	2,6	-1,4	978	10,8
nov.	92,6	-0,6	97,9	-6,9	-2,5	100,9	-2,0	-1,2	-2,5	-3,7	-2,4	970	34,0
dic.	93,4	9,6	97,8	-2,8	-0,4	101,6	0,0	0,9	-0,6	1,9	-0,4	954	19,5
2010 gen. feb.	91,4	6,9	99,2	0,8	-0,7	101,3	-0,4	0,7	-0,8	2,0	-1,8	866	8,3
												890	2,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2009 ott.	-	-2,1	-	0,4	0,5	-	0,5	0,0	0,8	2,2	0,5	-	1,0
nov.	-	2,8	-	1,2	-0,4	-	-0,4	0,0	-0,6	-2,6	-0,6	-	-0,8
dic.	-	0,9	-	0,0	0,8	-	0,7	0,5	0,8	2,2	0,9	-	-1,7
2010 gen. feb.	-	-2,2	-	1,4	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,1	1,1	-1,2	-	-9,2
	-		-			-						-	2,7

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 costituiscono il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	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 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
2010 1° trim.	96,5	-12	-42	2	7	.	-17	-4	-11	46	-7
2009 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
mar.	97,7	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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
2010 1° trim.	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2009 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	-18	-9	-12	9	-5	1	-2	-3	7
mar.	-25	-35	-14	-6	-9	9	-1	1	-3	-1	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 ¹⁾

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, manfatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,2	14,8	3,9	17,1	7,5	25,7	16,0	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	144,166	1,6	1,8	0,8	-1,8	-0,3	2,7	1,6	4,0	1,8
2007	146,731	1,8	2,0	0,8	-1,5	0,2	3,7	2,0	4,1	1,3
2008	147,804	0,7	0,9	-0,3	-1,4	0,0	-2,1	1,3	2,2	0,9
2009	145,028	-1,9	-1,8	-2,1	-2,6	-5,2	-6,9	-1,8	-2,2	1,5
2008 4° trim.	147,227	-0,1	0,0	-0,8	-1,1	-1,2	-4,9	0,4	0,5	1,2
2009 1° trim.	146,077	-1,3	-1,1	-2,1	-2,3	-3,2	-7,1	-1,3	-1,4	1,5
2° trim.	145,317	-1,9	-1,9	-2,0	-2,5	-5,0	-7,4	-2,0	-2,3	1,6
3° trim.	144,543	-2,3	-2,3	-2,2	-3,0	-6,4	-7,5	-1,9	-2,8	1,6
4° trim.	144,173	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5	-6,2	-5,6	-2,0	-2,2	1,2
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2008 4° trim.	-0,542	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	-2,3	-0,4	-0,5	0,6
2009 1° trim.	-1,150	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-1,6	-2,3	-0,8	-0,9	0,2
2° trim.	-0,759	-0,5	-0,5	-0,5	-0,9	-1,8	-1,3	-0,5	-0,8	0,6
3° trim.	-0,775	-0,5	-0,5	-0,7	-1,2	-1,7	-1,7	-0,2	-0,5	0,2
4° trim.	-0,370	-0,3	-0,3	-0,2	0,5	-1,1	-0,4	-0,5	-0,1	0,2

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,4		21,6		53,8		46,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	12,877	8,3	10,053	7,3	2,824	16,4	6,390	7,5	6,487	9,4
2007	11,679	7,5	9,126	6,6	2,552	14,9	5,737	6,7	5,941	8,5
2008	11,891	7,6	9,266	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,893	8,3
2009	14,863	9,4	11,648	8,2	3,215	19,4	7,994	9,3	6,870	9,6
2008 4° trim.	12,660	8,0	9,841	7,0	2,819	16,6	6,552	7,6	6,108	8,6
2009 1° trim.	13,910	8,8	10,803	7,7	3,107	18,4	7,368	8,5	6,542	9,2
2° trim.	14,749	9,3	11,517	8,1	3,232	19,3	7,934	9,2	6,815	9,5
3° trim.	15,247	9,7	11,973	8,5	3,274	19,8	8,221	9,5	7,026	9,8
4° trim.	15,546	9,9	12,299	8,7	3,247	19,9	8,451	9,8	7,095	9,9
2009 set.	15,424	9,8	12,130	8,6	3,294	20,0	8,347	9,7	7,076	9,9
ott.	15,519	9,8	12,237	8,7	3,282	20,0	8,409	9,8	7,110	9,9
nov.	15,536	9,9	12,292	8,7	3,245	19,9	8,463	9,8	7,074	9,9
dic.	15,583	9,9	12,370	8,7	3,213	19,7	8,481	9,8	7,103	9,9
2010 gen.	15,688	9,9	12,486	8,8	3,202	19,8	8,561	9,9	7,127	9,9
feb.	15,749	10,0	12,535	8,8	3,214	20,0	8,615	10,0	7,134	10,0

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2008.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.

FINANZA PUBBLICA



6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette		Imposte indirette		Riscosse da istituzioni dell'UE		Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale			
		Famiglie	Imprese				Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7
2005	44,8	44,4	11,5	8,8	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,1	3,1	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,6
2008	44,9	44,7	12,2	9,3	2,7	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Per memoria: spese primarie ³⁾		
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale		A carico delle istituzioni dell'UE	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,7	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	46,9	43,0	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,9

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici individuali
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2
2007	-0,6	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,4	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,0	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,4	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,3

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,2	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,9	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,3	-2,6	0,5	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,3	-3,7	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,2	0,2	-0,6	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,2	-7,7	-4,1	-3,4	-2,7	0,9	2,5	-4,7	0,7	-0,4	-2,7	-1,8	-2,3	4,5

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
- 3) Spese totali meno spese per interessi.
- 4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Bancnote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1999	72,0	2,9	14,5	4,3	50,4	48,7	25,4	13,7	9,7	23,3
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,0	22,1	12,3	9,6	25,2
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	41,8	20,6	11,0	10,2	26,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,0	19,4	10,6	10,0	28,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,3	19,6	11,0	8,6	29,8
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	37,5	18,5	10,7	8,3	31,9
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,2	35,5	17,2	11,1	7,1	34,6
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,4	9,4	7,0	34,4
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,8	8,6	6,7	33,9
2008	69,3	2,3	10,9	6,7	49,4	32,5	17,2	8,2	7,1	36,8

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,1	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,2	5,3	13,7	26,6	27,9	66,7	1,5
2002	68,0	56,7	6,2	4,7	0,4	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	57,0	6,5	5,0	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,6	29,7	69,1	1,0
2006	68,2	55,9	6,5	5,3	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,7	0,6
2007	65,9	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,5	4,3	14,2	22,7	29,1	65,4	0,5
2008	69,3	57,1	6,6	5,2	0,4	10,2	59,1	4,5	17,8	22,2	29,3	68,6	0,7

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,1	68,0	27,6	100,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,2	51,8	63,9	63,6	27,0	34,2	41,8
2006	88,1	67,6	25,0	97,1	39,6	63,7	106,5	64,6	6,6	63,6	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,3
2007	84,2	65,0	25,1	95,6	36,1	63,8	103,5	58,3	6,6	62,0	45,5	59,5	63,6	23,3	29,3	35,2
2008	89,8	65,9	44,1	99,2	39,7	67,4	105,8	48,4	13,5	63,8	58,2	62,6	66,3	22,5	27,7	34,1

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per fonte, strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	1,1	1,2	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,2
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,4	-0,5	-0,1	2,5
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,3	0,1	3,3
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,7	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	0,0	0,2	-0,3	1,1
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	2,0	1,3	0,9	-0,2	3,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,1	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,1	-2,6	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,2	3,1	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2003 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 finanziario¹⁾

	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

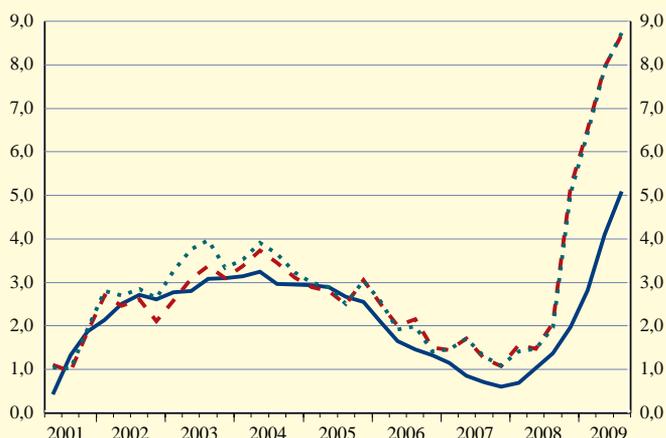
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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



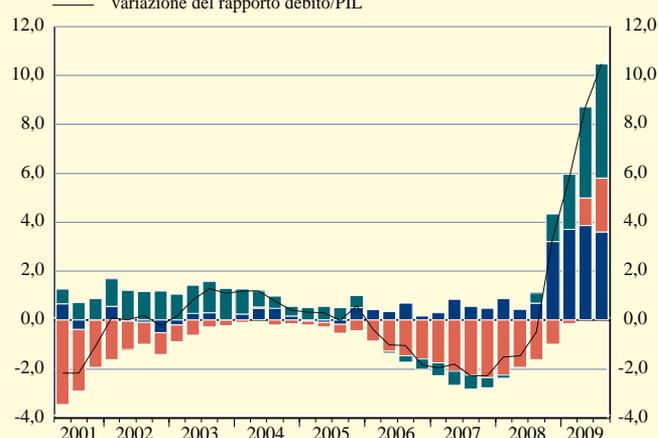
Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.

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

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





TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

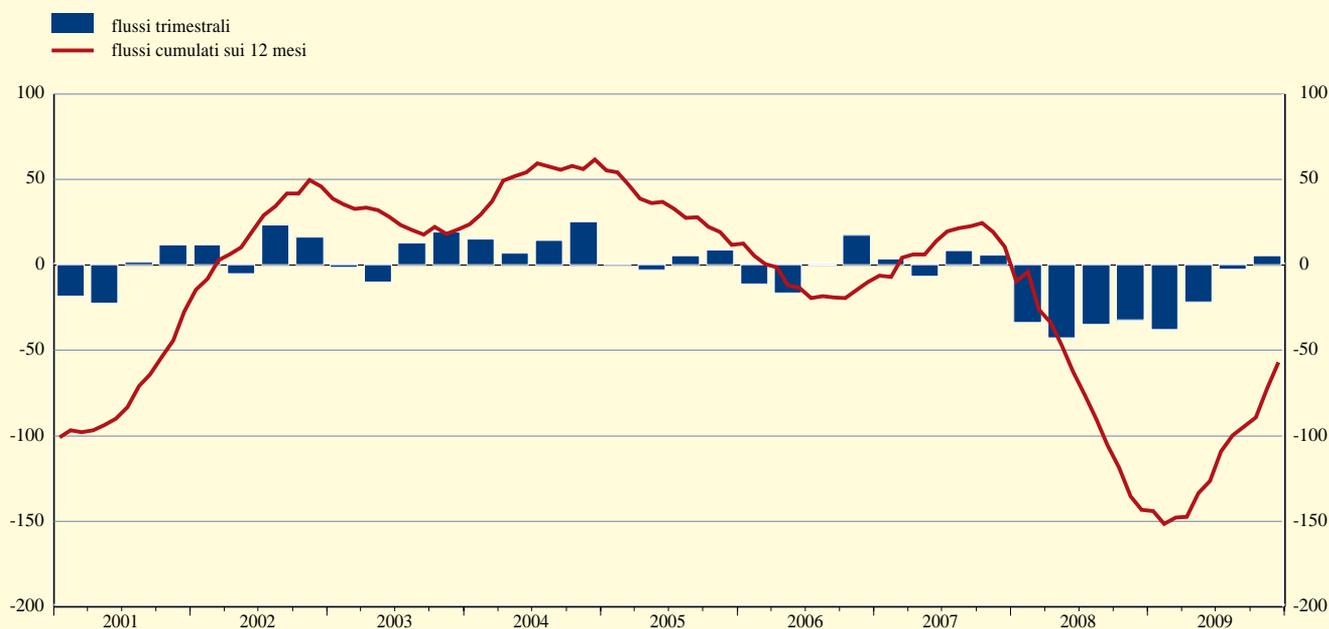
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni nette)

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario					Errori e omissioni	
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-57,1	-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	-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 4° 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
2009 1° 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
2009 2° 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
2009 3° trim.	5,3	17,4	10,6	0,4	-23,2	2,5	7,8	-7,4	0,5	48,0	3,8	-59,0	-0,9	-0,4
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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 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
2009 dic.	9,8	5,2	4,6	1,3	-1,3	1,1	10,9	-11,3	1,7	47,8	3,1	-63,3	-0,6	0,4
2010 gen.	-16,7	-7,4	0,1	-0,8	-8,7	1,7	-15,0	5,6	-7,1	-4,2	5,4	10,0	1,5	9,4
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2010 gen.	39,3	31,0	-30,4	-89,7	9,2	-40,6	50,0	-71,1	346,3	15,3	-239,3	-1,1	-9,4	

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

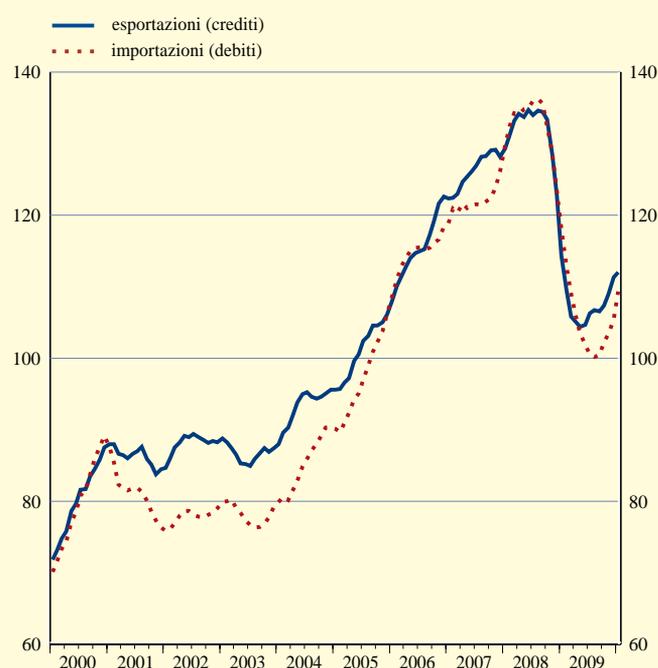
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori 11	12	Rimesse dei lavoratori 13	14	15
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	2.275,8	2.332,9	-57,1	1.288,9	1.252,9	466,3	435,2	433,9	466,7	86,7	.	178,1	.	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.	595,5	590,2	5,3	346,1	328,7	120,4	109,7	103,8	103,4	25,2	.	48,4	.	5,5	3,0
2009 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.	209,4	199,6	9,8	113,8	108,5	43,4	38,8	38,7	37,4	13,5	.	14,9	.	2,4	1,3
2010 gen.	169,5	186,3	-16,7	99,6	107,0	34,8	34,7	29,3	30,1	5,8	.	14,5	.	2,5	0,8
	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.	572,3	575,1	-2,8	333,9	316,2	117,4	106,4	99,5	106,6	21,6	.	45,9	.	.	.
2009 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.	192,3	189,9	2,3	112,6	108,3	40,2	35,4	33,4	35,1	6,0	.	11,1	.	.	.
2010 gen.	192,6	200,7	-8,1	113,2	115,5	39,1	37,0	32,8	34,1	7,5	.	14,0	.	.	.

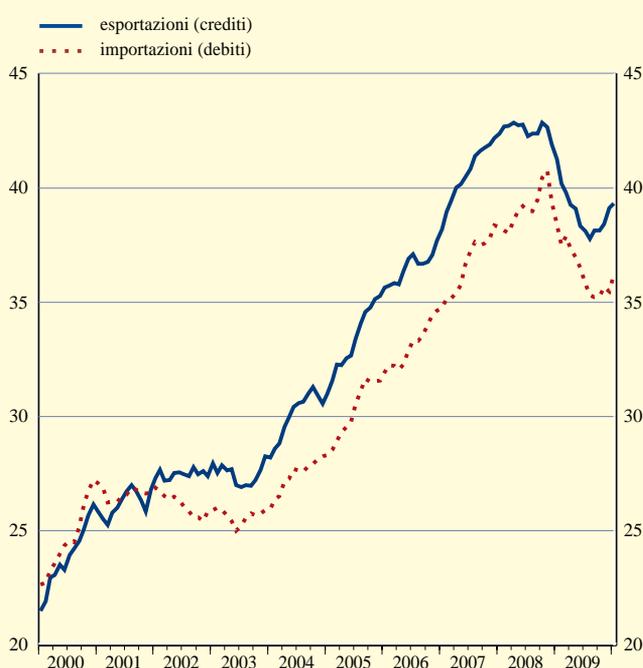
F31 Conto dei beni

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



F32 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5											6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2006	17,4	9,8	482,5	472,8	184,3	40,3	114,5	37,5	20,6	20,2	39,2	96,3	103,6	91,5	134,9	150,4
2007	18,8	10,2	578,6	584,5	208,8	72,7	139,1	46,1	26,4	24,9	45,4	113,2	118,8	110,9	179,3	196,4
2008	19,1	10,5	546,0	629,1	163,6	30,5	153,8	58,2	30,3	25,5	42,9	120,5	123,9	127,8	185,3	201,4
2008 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									
Crediti																
Conto corrente	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
Redditi 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
Conto capitale	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	
Debiti																
Conto corrente	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	-
Redditi 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
Conto capitale	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
Saldo																
Conto corrente	-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	-
Redditi 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
Conto capitale	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 ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2005	10.838,5	11.554,1	-715,6	133,0	141,8	-8,8	2.790,8	2.444,3	3.887,5	5.057,8	-21,4	3.861,5	4.052,0	320,1
2006	12.384,0	13.399,8	-1.015,8	144,8	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	168,3	-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	143,8	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	146,7	163,4	-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	148,9	166,2	-17,3	4.063,9	3.356,6	4.052,1	6.611,2	-60,5	4.926,4	5.003,1	430,9
Variazioni nelle consistenze														
2005	2.209,7	2.070,3	139,3	27,1	25,4	1,7	522,1	209,0	842,5	1.012,3	16,0	790,0	849,1	39,1
2006	1.545,5	1.845,7	-300,2	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	691,9	668,4	5,7
2007	1.522,9	1.756,0	-233,1	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	827,9	748,1	21,4
2008	-594,4	-206,6	-387,8	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	84,8	185,1	27,0
2009 2° trim.	204,5	68,1	136,3	9,2	3,1	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
Transazioni														
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	-184,7	-108,5	-76,1	-2,2	-1,3	-0,9	299,7	212,8	49,2	393,1	-13,2	-517,6	-714,5	-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.	31,5	24,1	7,4	1,4	1,0	0,3	42,8	43,4	16,1	64,2	-3,8	-24,5	-83,4	0,9
2009 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.	-84,3	-95,6	11,3	.	.	.	5,9	7,7	-10,5	37,3	-3,1	-77,3	-140,6	0,6
2010 gen.	78,4	84,0	-5,6	.	.	.	5,4	-1,7	28,8	24,7	-5,4	51,0	61,0	-1,5
Altre variazioni														
2005	851,4	749,6	101,7	10,5	9,2	1,2	163,7	56,5	426,3	487,7	-1,4	205,7	205,4	57,1
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-418,0	-183,7	-234,3	-4,6	-2,0	-2,6	-61,8	-7,0	-177,2	18,6	-69,8	-125,5	-195,3	16,3
2008	-1.075,0	-851,1	-223,9	-11,6	-9,2	-2,4	-154,9	-51,2	-858,7	-819,5	-75,9	-8,6	19,6	23,1
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2005	394,2	245,0	149,2	4,8	3,0	1,8	89,8	5,7	158,3	101,4	.	129,2	137,9	17,0
2006	-343,3	-227,3	-116,0	-4,0	-2,7	-1,4	-72,1	-4,2	-151,7	-99,9	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-533,1	-293,0	-240,1	-5,9	-3,3	-2,7	-113,3	-5,9	-221,2	-107,5	.	-185,0	-179,5	-13,7
2008	-43,6	64,7	-108,2	-0,5	0,7	-1,2	-17,3	-0,2	-1,5	47,4	.	-34,0	17,5	9,2
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2005	284,5	430,3	-145,8	3,5	5,3	-1,8	45,0	40,8	199,0	389,5	-1,4	.	.	41,9
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	82,4	124,7	-42,4	0,9	1,4	-0,5	46,5	12,5	75,0	112,2	-69,8	.	.	30,7
2008	-1.013,8	-1.102,1	88,3	-10,9	-11,9	1,0	-155,6	-138,4	-803,6	-963,7	-75,9	.	.	21,2
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2005	172,7	74,3	98,3	2,1	0,9	1,2	29,0	10,0	69,0	-3,1	.	76,5	67,4	-1,8
2006	-128,0	55,5	-183,5	-1,5	0,6	-2,1	-28,3	-1,6	-109,6	18,6	.	8,7	38,4	1,2
2007	32,7	-15,4	48,1	0,4	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-31,0	13,9	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-17,6	186,3	-203,9	-0,2	2,0	-2,2	18,0	87,4	-53,6	96,8	.	25,4	2,1	-7,3
Tassi di crescita delle consistenze														
2005	15,2	13,4	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,1	.	18,5	19,5	-5,9
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,7	14,4	-	.	.	.	15,3	14,9	10,0	9,8	.	21,0	20,0	1,6
2008	3,4	4,3	-	.	.	.	9,2	4,4	-0,5	5,4	.	1,7	3,1	1,1
2009 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.	-1,4	-0,7	-	.	.	.	8,0	6,7	1,3	6,5	.	-9,4	-12,5	-0,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

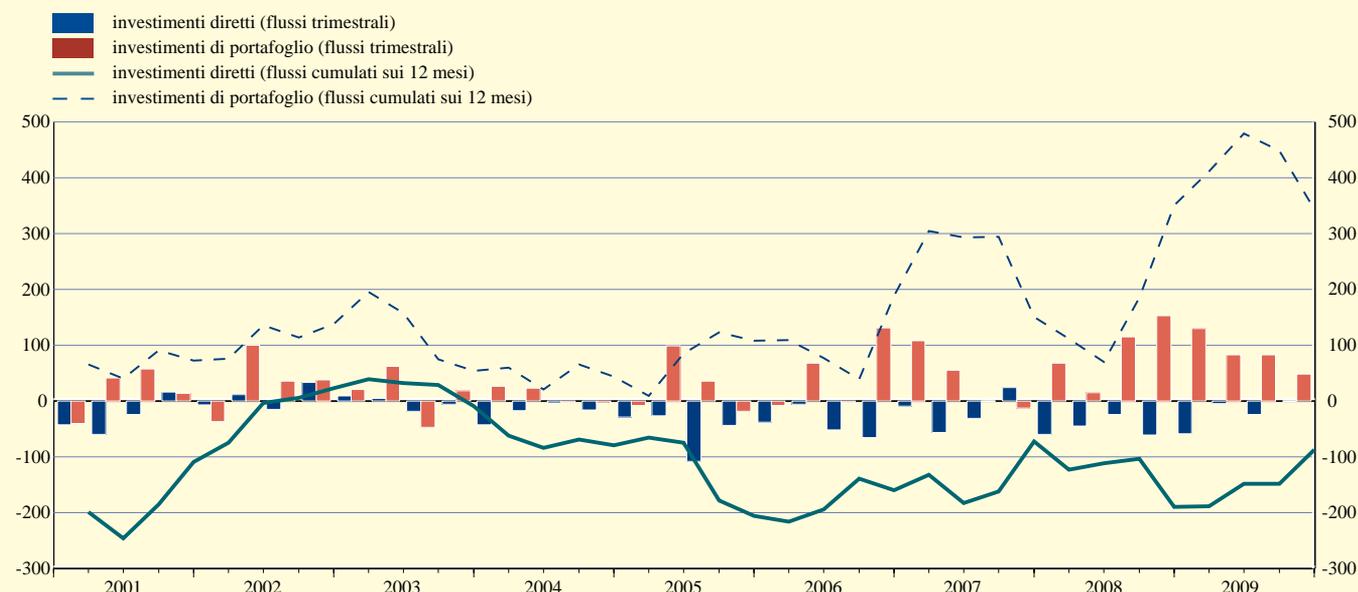
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

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	299,7	209,0	27,4	181,6	90,7	2,3	88,4	212,8	196,2	6,0	190,2	16,6	-0,5	17,1
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.	42,8	42,8	-2,2	45,0	0,0	0,6	-0,6	43,4	38,9	1,1	37,8	4,5	0,0	4,5
2009 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.	5,9	8,7	-2,2	10,9	-2,8	0,0	-2,8	7,7	14,4	0,4	14,0	-6,7	0,0	-6,7
2010 gen.	5,4	7,2	-0,1	7,3	-1,8	0,0	-1,9	-1,7	4,9	0,4	4,5	-6,6	-2,2	-4,3
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	7,1	11,7	6,6	11,3	24,4	11,2	6,7	8,2	8,4	8,2	2,0	-3,3	2,2

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

	3. Investimenti di portafoglio: attività															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni						Strumenti di debito								
		Totale	IFM		non IFM			Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario				
				Euro-sistema		Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2007	4.631,6	1.961,8	136,7	2,8	1.825,1	44,6	2.279,7	990,2	16,4	1.289,5	17,2	390,1	297,3	34,6	92,8	0,5
2008	3.763,9	1.162,7	68,4	3,0	1.094,3	27,3	2.179,1	970,9	19,9	1.208,2	18,4	422,1	353,3	61,6	68,8	1,3
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
	Transazioni															
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	49,2	31,7	1,1	-0,2	30,6	.	27,3	-95,5	-2,7	122,8	.	-9,8	-4,2	-14,2	-5,6	.
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.	16,1	23,8	3,6	-0,2	20,2	.	23,1	-5,6	0,1	28,7	.	-30,7	-28,1	-0,2	-2,6	.
2009 set.		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.		7,1	2,5	0,1	4,6	.	-1,2	-4,6	-0,7	3,4	.	-16,4	-13,5	-5,1	-2,9	.
2010 gen.	28,8	-4,0	-0,5	0,0	-3,5	.	13,7	0,3	0,3	13,4	.	19,1	9,8	4,8	9,3	.
	Tassi di crescita															
2007	10,0	3,3	22,2	-0,5	2,0	21,3	14,0	16,7	38,9	12,0	23,3	23,1	23,7	272,7	25,8	277,4
2008	-0,5	-6,1	-29,7	24,6	-4,4	0,2	4,3	4,5	20,4	4,0	15,6	-0,5	9,1	41,9	-32,1	70,8
2009 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	.	1,1	-9,7	-13,3	10,0	.	-3,0	-2,2	-24,6	-7,4	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	4. Investimenti di portafoglio: passività												
	Totale	Azioni e altre partecipazioni				Strumenti di debito							
		Totale	IFM		non IFM		Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario		
						Ammini-strazioni pubbliche		Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Ammini-strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1	
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9	
2009 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	
	Transazioni												
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	393,2	95,5	-0,6	96,1	162,6	-14,9	177,5	.	135,1	25,6	109,5	.	
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.	64,2	20,3	-11,9	32,2	40,5	5,9	34,6	.	3,4	25,7	-22,3	.	
2009 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.	37,3	49,4	-9,0	58,4	-6,8	-2,5	-4,4	.	-5,2	21,4	-26,7	.	
2010 gen.	24,7	17,2	-10,4	27,6	-3,7	22,7	-26,4	.	11,2	-3,9	15,0	.	
	Tassi di crescita												
2007	9,8	5,2	4,4	5,3	13,5	15,9	12,2	14,2	31,2	54,5	13,7	33,2	
2008	5,4	-5,4	16,0	-10,5	8,3	2,8	11,5	17,8	88,3	-2,0	202,0	246,5	
2009 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	4,3	-0,1	6,1	4,7	-1,2	8,1	.	30,5	35,8	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															
2008	93,4	-9,4	-9,4	0,0	-50,2	-65,5	15,3	-6,6	-1,1	-6,8	-5,8	159,6	2,5	97,6	-31,9
2009	-517,5	-1,6	.	.	-413,4	.	.	4,4	.	.	1,2	-106,9	.	.	-5,6
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.	-24,5	6,2	.	.	-3,6	.	.	6,8	.	.	1,1	-33,9	.	.	-16,1
2009 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.	-77,3	4,1	.	.	-34,2	.	.	3,5	.	.	0,1	-50,7	.	.	-13,8
2010 gen.	51,0	-5,1	.	.	68,3	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-8,1	.	.	-3,2
Tassi di crescita															
2008	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
2009	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.	-9,4	-8,1	.	.	-12,6	.	.	3,7	.	.	14,3	-5,2	.	.	-1,1

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															
2008	165,5	280,7	280,6	0,1	-181,0	-191,9	10,9	9,5	0,0	11,0	-1,5	56,3	10,5	46,1	-0,3
2009	-714,5	-231,6	.	.	-344,1	.	.	-8,5	.	.	.	-130,2	.	.	.
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.	-83,4	-16,7	.	.	-71,3	.	.	-3,8	.	.	.	8,4	.	.	.
2009 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.	-140,6	-7,1	.	.	-102,4	.	.	-10,6	.	.	.	-20,6	.	.	.
2010 gen.	61,0	-7,5	.	.	70,1	.	.	-0,1	.	.	.	-1,6	.	.	.
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	Bancnote, 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
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 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
feb.	492,6	283,5	347,161	52,7	11,8	144,5	7,3	15,9	121,6	-	-	-	-0,4	0,0	28,9	-21,8	53,3
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
2008	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	527,4	-93,0	-2,1	-30,2	-293,9	233,6	-0,3	41,1	35,2	-9,5	126,2	-68,7	-7,1	-0,2	503,3
All'estero	3.744,4	1.255,3	34,9	93,9	865,7	260,8	0,0	104,1	38,8	71,7	384,5	734,6	418,5	0,1	736,8
Azioni/utili reinvestiti	2.946,9	967,5	30,1	60,3	660,1	216,9	0,0	83,3	32,0	53,6	335,3	551,3	386,7	0,0	537,4
Debito	797,5	287,9	4,8	33,6	205,7	43,8	0,0	20,7	6,9	18,1	49,2	183,4	31,9	0,0	199,4
Nell'area dell'euro	3.217,0	1.348,3	37,0	124,1	1.159,7	27,1	0,3	63,0	3,6	81,2	258,3	803,3	425,6	0,3	233,4
Azioni/utili reinvestiti	2.405,5	1.096,8	28,3	97,4	956,9	13,9	0,2	50,6	0,8	68,7	191,1	590,8	284,1	0,1	122,5
Debito	811,6	251,5	8,7	26,7	202,8	13,2	0,1	12,4	2,9	12,5	67,2	212,5	141,6	0,2	110,9
Investimenti di portafoglio: attività	3.763,9	1.242,2	63,7	122,4	895,5	80,7	80,0	82,8	25,6	213,4	95,4	1.225,8	458,4	30,5	389,8
Azioni	1.162,7	228,7	6,4	19,9	191,7	9,8	0,9	18,2	22,8	84,5	81,3	378,8	197,8	2,0	148,6
Strumenti di debito	2.601,3	1.013,6	57,3	102,5	703,7	71,0	79,1	64,6	2,9	128,8	14,1	847,0	260,6	28,5	241,3
Obbligazioni e note	2.179,1	849,1	50,3	81,5	569,1	70,3	77,8	61,6	2,3	61,7	12,6	705,4	238,2	28,4	219,9
Strumenti di mercato monetario	422,1	164,5	6,9	21,0	134,6	0,6	1,3	3,0	0,6	67,1	1,5	141,5	22,4	0,1	21,4
Altri investimenti	-187,5	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	2,1	1,8	349,6
Attività	5.466,1	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	640,7	58,7	1.048,8
Amministrazioni pubbliche	101,0	15,0	0,7	0,4	3,6	0,7	9,7	0,0	1,8	0,2	0,1	3,4	1,4	40,1	39,1
IFM	3.309,5	1.731,1	83,9	58,3	1.419,1	167,9	1,9	16,8	14,5	79,0	164,5	418,9	367,7	18,2	498,8
Altri settori	2.055,6	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	271,7	0,5	510,9
Passività	5.653,6	2.510,8	49,8	55,3	2.130,6	93,0	182,0	32,0	50,0	119,5	407,7	1.138,8	638,6	57,0	699,1
Amministrazioni pubbliche	61,9	32,5	0,0	0,1	2,5	0,0	29,7	0,0	0,0	0,6	0,5	7,0	0,3	17,7	3,3
IFM	4.234,1	1.907,6	38,9	33,5	1.664,9	70,0	100,2	24,4	32,1	91,2	328,7	751,1	535,1	36,8	527,2
Altri settori	1.357,6	570,8	10,8	21,7	463,2	23,0	52,0	7,5	17,9	27,8	78,6	380,8	103,2	2,5	168,7
dal 4° trim. 2008 al 3° trim. 2009	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	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/utili 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/utili 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
Investimenti di portafoglio: attività	-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
Altri investimenti	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 ¹⁾

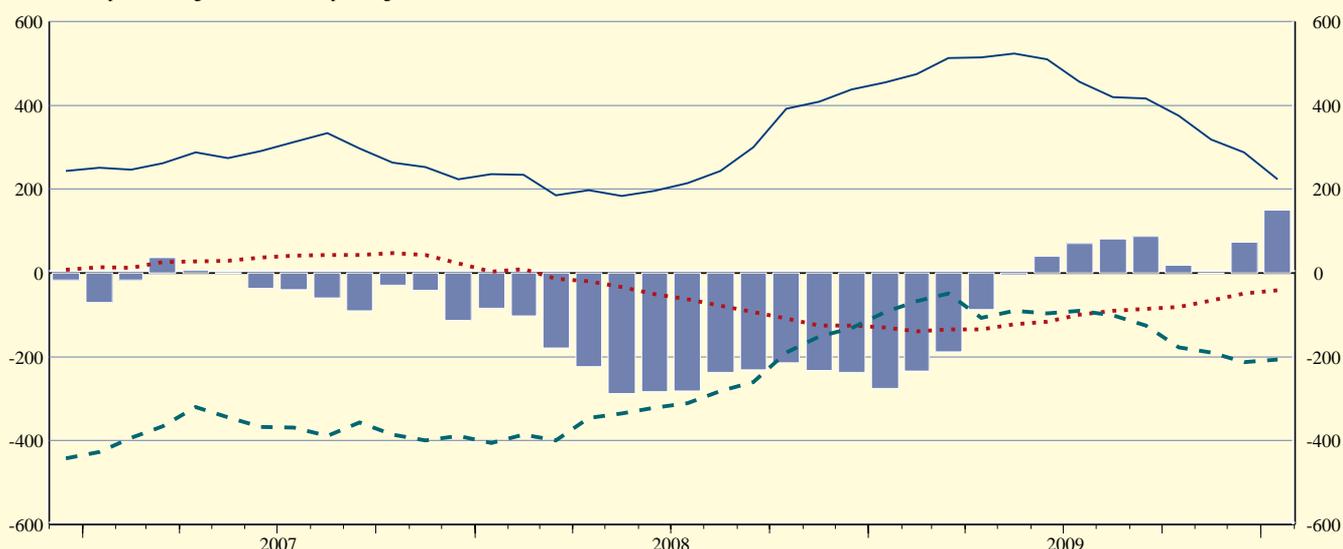
(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM											Errori e omissioni
	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
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	73,4	-49,4	-270,0	207,3	-30,6	-117,2	96,1	287,0	102,5	-138,7	13,2	-26,8
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.	38,9	7,8	-44,4	42,2	-20,2	-26,1	32,2	12,2	27,1	4,5	3,8	-0,4
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.	52,0	10,9	-8,1	7,3	-4,6	-0,5	58,4	-31,0	47,2	-31,1	3,1	0,4
2010 gen.	2,0	-15,0	-5,5	0,2	3,5	-22,7	27,6	-11,4	12,2	-1,7	5,4	9,4
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2010 gen.	150,0	-40,6	-254,4	198,2	-29,5	-134,3	158,8	224,1	118,4	-96,6	15,3	-9,4

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- totale che riflette le transazioni esterne nette delle IFM
- - - saldo di conto corrente e conto capitale
- - - investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio di settori diversi dalle IFM sotto forma di strumenti di debito



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni

1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica ¹⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Settore mani- fatturiero	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	3,7	8,2	1.558,3	768,5	337,7	414,1	1.303,6	1.610,7	1.019,1	233,0	333,9	1.021,1	293,6
2009	-18,1	-22,2	1.273,3	623,2	261,5	352,4	1.047,7	1.256,0	724,4	191,3	312,8	825,1	174,2
2009 1° trim.	-21,1	-20,9	315,6	151,4	66,0	86,8	258,4	320,0	183,3	49,6	79,4	212,2	36,0
2° trim.	-23,2	-27,2	309,7	152,9	63,7	85,3	254,5	304,7	173,4	47,2	77,4	201,9	41,7
3° trim.	-19,3	-25,7	319,1	156,9	64,7	88,5	263,1	312,8	179,8	47,4	78,5	204,4	47,5
4° trim.	-8,3	-14,5	328,9	162,0	67,1	91,9	271,7	318,5	187,9	47,1	77,5	206,6	49,0
2009 ago.	-21,0	-25,6	103,4	50,5	20,3	29,1	84,3	103,0	59,7	15,5	25,8	67,3	16,4
set.	-19,2	-22,6	107,2	53,1	21,8	29,3	88,6	106,4	61,4	16,2	26,6	69,4	16,0
ott.	-16,9	-22,4	107,8	53,6	22,4	29,6	90,1	104,4	61,4	15,2	25,6	68,4	15,9
nov.	-5,6	-13,7	109,3	53,5	21,3	31,7	89,2	105,7	62,8	15,7	25,7	68,4	16,7
dic.	-0,4	-5,5	111,8	54,9	23,4	30,6	92,4	108,4	63,7	16,1	26,2	69,8	16,4
2010 gen.	4,6	1,0	111,1	.	.	.	90,7	109,4	.	.	.	72,0	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	1,4	0,5	146,0	141,4	157,6	147,5	142,8	129,2	122,4	144,0	143,3	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,0	121,3	118,5	120,3	126,9	114,5	111,4	103,2	117,0	133,4	108,9	97,0
2009 1° trim.	-21,0	-14,9	119,5	114,0	120,8	125,0	111,7	112,9	105,6	118,3	131,9	109,0	100,1
2° trim.	-22,0	-19,2	118,6	117,2	117,7	123,0	111,6	108,5	99,9	113,7	132,4	106,2	97,7
3° trim.	-17,3	-14,6	121,4	119,4	118,8	126,8	115,1	110,7	101,8	117,6	133,8	108,7	95,2
4° trim.	-5,9	-7,1	125,5	123,4	124,0	132,7	119,5	113,3	105,5	118,4	135,6	111,8	95,0
2009 ago.	-19,2	-13,5	118,4	115,5	112,1	125,4	110,9	110,4	102,4	116,8	132,5	107,9	97,6
set.	-17,1	-12,0	122,3	120,7	119,9	127,0	116,4	112,7	103,6	120,6	136,6	111,0	93,7
ott.	-14,3	-12,4	124,0	123,3	124,5	127,8	119,4	113,0	105,8	115,1	135,2	111,6	96,4
nov.	-2,9	-6,1	125,4	121,8	118,8	139,1	117,9	112,5	105,1	119,5	135,0	111,4	95,0
dic.	1,3	-2,1	127,2	125,2	128,7	131,1	121,3	114,3	105,7	120,7	136,8	112,6	93,6
2010 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

2. Prezzi ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	-26,5	-2,5	102,2	-9,4	-5,9	-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	6,8	-1,9	103,4	-3,2	-5,0	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2009 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	-2,2	-3,1	-16,7	-4,9
nov.	100,7	-2,2	-5,4	-1,6	-0,7	10,6	-2,0	103,5	-3,5	-5,5	-2,4	-3,6	-2,3	-3,6
dic.	100,7	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,1	-1,6	-1,9	15,1	-1,0
2010 gen.	101,7	0,4	-1,8	-0,7	0,4	32,3	0,5	106,1	4,6	0,5	-1,2	-1,3	22,9	0,4
feb.	102,7	1,3	-0,2	-0,1	0,5	36,5	1,4	107,3	5,5	2,0	-0,9	-1,2	25,5	1,1

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonchè anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2008	1.558,3	35,2	53,9	220,4	233,7	78,6	86,7	42,7	186,3	309,5	65,7	33,7	100,1	68,1	142,9
2009	1.273,3	27,4	41,0	174,4	176,5	49,6	78,7	34,4	151,9	282,2	67,9	28,7	91,5	53,9	111,9
2008 3° trim.	396,5	9,0	14,0	56,1	60,2	21,0	21,8	10,8	46,8	77,2	16,0	8,2	26,6	17,6	35,4
4° trim.	360,2	8,0	11,5	48,5	52,4	17,9	21,0	8,4	44,0	73,5	15,6	8,1	24,9	17,2	32,8
2009 1° trim.	315,6	7,2	9,9	42,6	43,4	12,5	20,3	7,7	39,2	67,1	15,5	7,1	23,4	13,1	29,2
2° trim.	309,7	6,6	9,8	42,5	42,5	12,1	19,2	8,3	38,1	69,9	16,8	7,1	22,6	12,5	25,7
3° trim.	319,1	6,9	10,6	44,6	44,9	12,2	19,3	9,1	36,3	70,9	17,3	7,2	22,4	14,0	28,0
4° trim.	328,9	6,7	10,7	44,7	45,7	12,8	20,0	9,3	38,2	74,3	18,3	7,3	23,1	14,3	28,9
2009 ago.	103,4	2,3	3,4	14,5	14,8	4,0	6,2	3,0	11,8	22,7	5,7	2,2	7,4	4,4	8,9
set.	107,2	2,3	3,6	15,2	15,2	4,1	6,4	3,0	12,1	23,5	5,8	2,4	7,5	4,7	9,5
ott.	107,8	2,2	3,6	15,1	15,3	4,1	6,4	3,0	12,4	24,4	6,0	2,4	7,6	4,6	9,1
nov.	109,3	2,2	3,5	14,4	15,1	4,3	6,9	3,1	12,8	24,3	6,2	2,4	7,7	4,8	10,2
dic.	111,8	2,3	3,6	15,3	15,3	4,4	6,7	3,2	13,0	25,7	6,1	2,6	7,8	4,9	9,6
2010 gen.	111,1	.	.	.	.	4,4	6,6	3,5	13,3	24,2	5,8	2,5	7,6	4,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2009	100,0	2,2	3,2	13,7	13,9	3,9	6,2	2,7	11,9	22,2	5,3	2,3	7,2	4,2	8,8
Importazioni (c.i.f.)															
2008	1.610,7	30,7	52,1	164,7	184,8	122,0	70,0	32,4	135,8	480,0	184,4	57,4	141,2	81,7	115,3
2009	1.256,0	26,3	37,6	125,2	161,3	81,4	64,8	26,2	116,3	376,1	158,6	42,9	93,5	59,2	88,0
2008 3° trim.	419,2	7,8	13,2	41,8	47,8	34,3	17,9	8,2	34,1	124,6	48,2	14,3	38,2	21,2	30,2
4° trim.	372,2	7,3	11,4	36,3	42,9	24,8	17,4	7,1	33,2	113,5	47,0	13,2	30,8	20,1	27,3
2009 1° trim.	320,0	6,8	9,5	31,5	38,8	17,8	16,7	6,6	31,8	97,1	41,6	11,5	23,8	14,7	24,9
2° trim.	304,7	6,3	8,9	30,5	38,8	18,1	16,1	6,3	30,4	92,3	39,6	10,2	23,0	14,2	19,8
3° trim.	312,8	6,7	9,7	31,5	41,0	21,8	16,1	6,6	26,1	93,1	38,6	10,7	22,6	14,8	22,6
4° trim.	318,5	6,4	9,5	31,7	42,8	23,7	16,0	6,7	28,0	93,6	38,8	10,5	24,2	15,5	20,6
2009 ago.	103,0	2,3	3,2	10,4	13,7	6,7	5,4	2,1	8,7	30,9	12,6	3,5	7,3	4,9	7,3
set.	106,4	2,2	3,3	10,7	14,0	8,3	5,3	2,3	9,0	31,4	13,1	3,8	7,6	4,9	7,4
ott.	104,4	2,2	3,1	10,7	14,3	7,8	5,2	2,3	9,1	30,9	12,6	3,5	7,3	4,9	6,5
nov.	105,7	2,1	3,1	10,1	14,0	7,9	5,3	2,3	9,4	31,0	12,8	3,5	8,5	5,2	6,8
dic.	108,4	2,1	3,3	10,8	14,5	7,9	5,5	2,1	9,5	31,7	13,4	3,5	8,4	5,4	7,3
2010 gen.	109,4	.	.	.	.	8,4	5,3	2,4	9,6	33,4	12,8	3,7	8,3	5,3	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,8	6,5	5,2	2,1	9,3	30,0	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
Saldo															
2008	-52,4	4,5	1,8	55,7	48,9	-43,4	16,7	10,4	50,5	-170,5	-118,8	-23,6	-41,0	-13,6	27,6
2009	17,4	1,1	3,4	49,2	15,2	-31,8	13,8	8,1	35,6	-94,0	-90,7	-14,2	-2,0	-5,3	23,9
2008 3° trim.	-22,7	1,2	0,8	14,3	12,4	-13,3	3,9	2,6	12,7	-47,4	-32,2	-6,1	-11,6	-3,6	5,2
4° trim.	-12,0	0,7	0,0	12,2	9,5	-6,9	3,6	1,4	10,8	-40,0	-31,4	-5,1	-6,0	-2,9	5,6
2009 1° trim.	-4,4	0,4	0,5	11,1	4,6	-5,3	3,6	1,1	7,4	-30,0	-26,1	-4,3	-0,4	-1,6	4,3
2° trim.	5,1	0,3	0,9	12,0	3,7	-6,0	3,1	2,0	7,7	-22,4	-22,7	-3,1	-0,3	-1,7	5,9
3° trim.	6,3	0,1	0,8	13,1	3,9	-9,6	3,2	2,5	10,2	-22,3	-21,4	-3,6	-0,1	-0,8	5,4
4° trim.	10,4	0,3	1,2	13,0	3,0	-10,9	4,0	2,6	10,3	-19,2	-20,5	-3,2	-1,1	-1,1	8,3
2009 ago.	0,4	0,0	0,2	4,1	1,1	-2,7	0,9	0,8	3,1	-8,2	-6,9	-1,3	0,0	-0,5	1,6
set.	0,8	0,1	0,3	4,5	1,2	-4,2	1,1	0,8	3,1	-8,0	-7,3	-1,4	-0,1	-0,2	2,1
ott.	3,5	0,0	0,5	4,3	1,1	-3,7	1,2	0,7	3,3	-6,5	-6,6	-1,1	0,3	-0,2	2,5
nov.	3,6	0,1	0,4	4,3	1,1	-3,7	1,6	0,8	3,4	-6,7	-6,6	-1,2	-0,7	-0,4	3,4
dic.	3,3	0,2	0,3	4,5	0,9	-3,6	1,2	1,1	3,6	-6,0	-7,3	-0,9	-0,7	-0,5	2,3
2010 gen.	1,8	.	.	.	.	-4,1	1,3	1,1	3,8	-9,3	-7,0	-1,3	-0,7	-0,6	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	TCE-21						TCE-41		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2007	106,3	106,8	105,2	102,7	106,9	101,0	113,0	104,2	
2008	110,5	110,1	107,4	105,7	112,8	104,7	118,0	107,0	
2009	111,7	110,6	105,9	106,9	119,0	106,6	120,6	107,8	
2009 1° trim.	109,9	109,2	104,7	105,2	116,9	105,1	119,0	106,9	
2° trim.	111,1	110,2	105,4	106,5	119,9	106,4	119,8	107,4	
3° trim.	112,1	110,9	106,2	107,4	119,0	106,6	121,0	108,1	
4° trim.	113,8	112,2	107,3	108,6	120,2	108,1	122,5	108,8	
2010 1° trim.	108,7	106,7	102,2	.	.	.	116,9	103,2	
2009 mar.	111,1	110,3	105,5	-	-	-	120,4	108,1	
apr.	110,3	109,5	104,6	-	-	-	119,1	106,8	
mag.	110,8	109,9	105,2	-	-	-	119,5	107,1	
giu.	112,0	111,1	106,2	-	-	-	120,7	108,2	
lug.	111,6	110,5	105,8	-	-	-	120,5	107,7	
ago.	111,7	110,6	106,0	-	-	-	120,6	107,8	
set.	112,9	111,6	106,9	-	-	-	122,0	108,7	
ott.	114,3	112,8	108,2	-	-	-	123,0	109,5	
nov.	114,0	112,5	107,5	-	-	-	122,9	109,2	
dic.	113,0	111,3	106,1	-	-	-	121,7	107,9	
2010 gen.	110,8	108,9	104,0	-	-	-	119,1	105,4	
feb.	108,0	105,9	101,5	-	-	-	116,2	102,6	
mar.	107,4	105,3	100,9	-	-	-	115,2	101,5	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2010 mar.	-0,6	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,9	-1,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2010 mar.	-3,3	-4,6	-4,4	-	-	-	-4,3	-6,0	

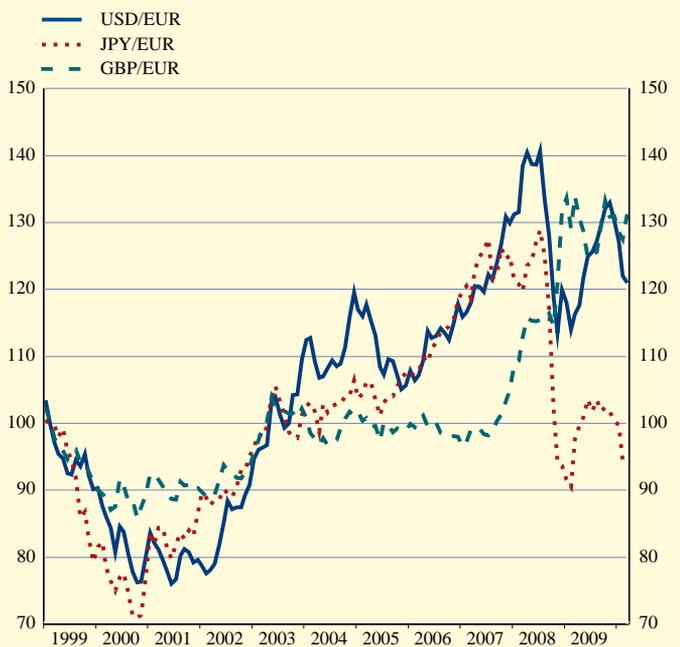
F35 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2010 1° trim.	7,4426	9,9464	0,88760	1,3829	125,48	1,4632	1.581,41	10,7364	1,9395	1,4383	8,1020	1,5293
2009 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
mar.	7,4416	9,7277	0,90160	1,3569	123,03	1,4482	1.542,59	10,5313	1,8990	1,3889	8,0369	1,4882
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 mar.	0,0	-2,2	2,9	-0,9	-0,3	-1,3	-2,5	-0,9	-1,7	-3,9	-0,7	-3,6
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 mar.	-0,1	-13,0	-2,0	4,0	-3,6	-4,0	-18,6	4,1	-4,8	-15,7	-9,1	-24,0
	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 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		
2010 1° trim.	25,868	15,6466	0,7087	3,4528	268,52	3,9869	1,9558	4,1135	7,2849	2,0866		
2009 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		
mar.	25,541	15,6466	0,7083	3,4528	265,40	3,8906	1,9558	4,0866	7,2616	2,0821		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 mar.	-1,7	0,0	-0,1	0,0	-2,1	-3,1	0,0	-0,8	-0,6	0,3		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 mar.	-6,2	0,0	0,0	0,0	-12,7	-15,8	0,0	-4,6	-2,4	-6,8		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Baht thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2007	2,6633	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 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
2010 1° trim.	2,4917	9,4417	-	63,4796	12.809,32	4,6590	17,6555	1,9510	63,593	41,2697	10,3852	45,472
2009 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
mar.	2,4233	9,2623	-	61,7352	12.434,53	4,5083	17,0587	1,9301	61,999	40,1219	10,0589	44,111
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 mar.	-4,0	-0,9	-	-2,7	-2,7	-3,6	-3,7	-1,6	-2,1	-2,8	-4,2	-2,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 mar.	-19,8	3,8	-	-7,6	-19,7	-6,0	-10,8	-21,3	-1,8	-11,1	-22,5	-5,5

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 dic.	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
feb.	1,7	0,4	1,8	-0,3	-4,3	-0,6	5,6	3,4	4,5	2,8	3,0
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 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	9,05	3,37	4,01	
feb.	6,05	4,33	3,50	-13,62	7,15	7,69	6,09	7,92	3,28	4,02	
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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	6,78	4,24	8,56	0,48	0,61
feb.	4,27	1,52	1,39	2,12	3,16	2,24	6,59	4,17	6,93	0,48	0,63
PIL a prezzi costanti											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,6	2,8	0,6	5,0	7,3	-0,2	0,5
2009	-5,0	-4,2	-4,9	-14,1	-18,0	-15,0	-6,3	1,7	-7,1	-4,9	-4,9
2009 2° trim.	-4,9	-4,9	-7,0	-16,1	-17,0	-16,6	-6,8	1,5	-8,7	-5,8	-5,9
3° trim.	-5,4	-4,5	-5,4	-15,6	-19,2	-14,7	-7,1	1,3	-7,1	-5,4	-5,3
4° trim.	-5,9	-3,1	-3,0	-9,5	-17,1	-13,2	-5,3	2,8	-6,5	-1,5	-3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2008	-23,2	0,2	2,2	-8,4	-11,5	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	6,1	-1,3
2009	-8,0	0,1	4,0	7,4	11,8	7,2	1,5	0,1	-4,0	7,2	-1,1
2009 2° trim.	-13,1	-2,9	4,4	7,9	16,7	3,5	2,5	-0,1	-5,5	9,2	-0,7
3° trim.	3,0	-2,0	5,7	10,9	11,8	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-0,8
4° trim.	-7,1	0,9	4,8	9,8	14,4	13,0	2,2	-1,1	-3,9	5,2	-2,7
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 2° trim.	107,1	45,3	189,2	121,2	131,7	77,5	164,4	60,0	60,6	217,3	391,8
3° trim.	107,6	44,4	192,1	124,0	145,8	83,1	164,2	60,0	65,5	210,7	409,5
4° trim.	.	.	.	126,8	154,7	.	.	.	.	.	.
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	21,0	9,3	4,5	6,9	.	2,8	2,8
2009	10,6	2,4	5,1	1,7	-7,1	1,2	.	.	.	4,8	4,9
2009 2° trim.	14,2	2,9	9,4	3,4	-2,2	10,8	-	4,0	-	6,6	6,8
3° trim.	10,2	1,6	4,8	1,5	-13,1	-6,5	-	4,5	-	5,0	4,5
4° trim.	3,7	0,8	-0,7	-7,5	-19,4	-10,3	-	.	-	0,1	4,0
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2008	5,6	4,4	3,3	5,5	7,5	5,8	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2009	6,8	6,7	6,0	13,8	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 3° trim.	7,0	7,3	6,2	15,2	18,8	14,4	10,4	8,4	7,2	8,6	7,8
4° trim.	8,0	7,4	7,1	15,5	20,3	15,8	10,6	8,7	7,6	8,8	7,7
2009 dic.	8,3	7,5	7,3	-	20,5	15,8	10,6	8,7	7,6	9,0	7,7
2010 gen.	8,5	7,7	7,4	-	21,0	.	11,0	8,9	.	9,1	.
feb.	8,7	7,9	7,5	-	21,7	.	11,0	9,0	.	9,0	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

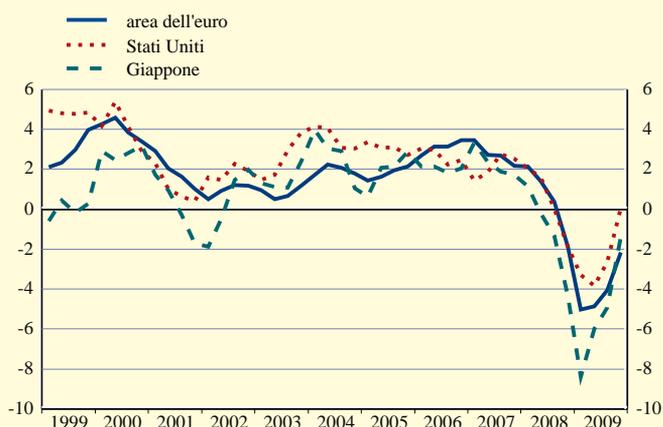
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	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	-1,8	-2,4	-11,1	9,3	7,6	0,69	4,17	1,3948	.	.
2009 1° trim.	0,0	0,0	-3,3	-13,9	8,2	9,5	1,24	2,96	1,3029	-9,9	60,0
2° trim.	-1,2	0,4	-3,8	-14,6	9,3	8,6	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,8
3° trim.	-1,6	-2,7	-2,6	-10,6	9,6	7,7	0,41	3,61	1,4303	-11,4	65,8
4° trim.	1,4	-4,7	0,1	-4,7	10,0	4,9	0,27	4,17	1,4779	.	.
2010 1° trim.	.	.	.	.	9,7	.	0,26	4,01	1,3829	.	.
2009 nov.	1,8	.	.	-4,5	10,0	5,5	0,27	3,44	1,4914	-	-
dic.	2,7	.	.	-1,8	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.	2,1	.	.	2,0	9,7	2,1	0,25	3,89	1,3686	-	-
mar.	.	.	.	.	9,7	.	0,27	4,01	1,3569	-	-
Giappone											
2006	0,2	-0,5	2,0	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,6	159,9
2007	0,1	-1,0	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	2,6	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	.	-5,2	-22,5	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 1° trim.	-0,1	3,7	-8,4	-34,6	4,5	2,1	0,67	1,33	122,04	.	.
2° trim.	-1,0	1,2	-6,0	-27,9	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	1,4	-4,9	-20,1	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
4° trim.	-2,0	.	-1,4	-5,4	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 1° trim.	.	.	.	.	.	.	0,25	1,48	125,48	.	.
2009 nov.	-1,9	.	.	-4,2	5,3	3,3	0,31	1,41	132,97	-	-
dic.	-1,7	.	.	5,2	5,2	3,1	0,28	1,42	131,21	-	-
2010 gen.	-1,3	.	.	18,7	4,9	3,0	0,26	1,42	130,34	-	-
feb.	-1,1	.	.	31,3	.	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
mar.	.	.	.	.	.	.	0,25	1,48	123,03	-	-

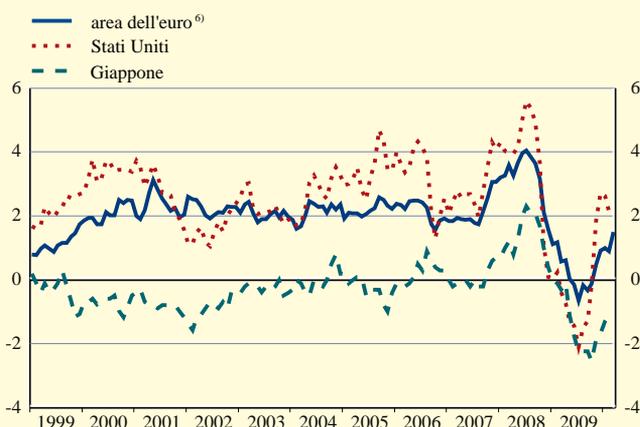
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

- 1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
- 2) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (per le serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2006. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (f) oppure (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i

saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Esse attualmente escludono le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(k) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(l) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(m) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(n) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule k) e l), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(o) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(p) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici vie-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

ne aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). I dati grezzi sui beni, sui servizi e sui redditi vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagiona-

lizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi *set* di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 7 aprile 2010.

Tutti i dati relativi al 2009 e ad anni successivi 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 (cfr. più avanti per dettagli). 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.

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. Per-

tanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia. I dati del 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta, mentre i dati a partire dal 2009 si riferiscono agli Euro 16, ovvero gli Euro 15 più la Slovacchia.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

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>).

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 dal-

l’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 consolidato dell’Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di

liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E FONDI D'INVESTIMENTO

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle istituzioni monetarie e finanziarie, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione comunitaria, i fondi comuni monetari e le altre istituzioni la cui attività consista nel ricevere da soggetti diversi dalle IFM depositi e/o strumenti facilmente sostituibili a essi e nel concedere crediti e/o effettuare investimenti in titoli per conto proprio (almeno in termini economici). L'elenco completo delle IFM è consultabile sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti

nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono dati sulle transazioni corretti per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE del 1° dicembre 1998 concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie²⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10³⁾.

2) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

3) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio “titoli del mercato monetario” è stata fusa con la voce “obbligazioni” per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nella pubblicazione *Manual on investment fund statistics*. Da dicembre 2008 informazioni statistiche armonizzate sono raccolte e elaborate sulla base del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni

nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario,

sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze

nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate

emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL.

Ad eccezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson⁴⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale,

sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n. 1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine⁵⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁶⁾. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁷⁾. I prezzi

4) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

5) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

6) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

7) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁸⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁹⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali

(cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali. La serie per l'area dell'euro non include Cipro e Malta.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armo-

8) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

9) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

nizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni 6.4 e 6.5, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000¹⁰⁾, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4

vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche¹¹⁾. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹²⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹³⁾. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *Foreign Direct Investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti (www.cmfb.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei paga-

10) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

11) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

12) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

13) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

menti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti all'Unione

europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri *offshore* e organizzazioni internazionali. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p. e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transa-

zioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del *Central Bank Gold Agreement* (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle isti-

tuzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il rego-

lamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) 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 ¹⁾

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2008.

7 AGOSTO, 4 SETTEMBRE E 2 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,25, al 5,25 e al 3,25 per cento, rispettivamente.

8 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema di 50 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 15 ottobre 2008. In aggiunta, decide di ridurre di 50 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento mar-

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2006 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

ginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, con effetto immediato. Inoltre il Consiglio direttivo decide che, a partire dall'operazione con regolamento il 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali saranno condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, dal 9 ottobre la BCE riduce da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Le due misure resteranno in vigore per la durata necessaria e almeno fino alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 20 gennaio.

15 OTTOBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ampliare ulteriormente lo schema delle garanzie e di accrescere l'erogazione di liquidità. A tal fine, il Consiglio direttivo decide di: a) ampliare la lista di attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema fino alla fine del 2009; b) di accrescere l'erogazione di rifinanziamento a più lungo termine, con effetto dal 30 ottobre 2008 e fino alla fine del primo trimestre 2009; c) di fornire liquidità in dollari statunitensi mediante *swap* in valuta.

6 NOVEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 novembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 50 punti base, rispettivamente al 3,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 12 novembre 2008.

4 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 75 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 10 dicembre 2008. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 75 punti base, rispettivamente al 3,00 e al 2,00 per cento, a decorrere dal 10 dicembre 2008.

18 DICEMBRE 2008

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che le operazioni di rifinanziamento principali continueranno a essere condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo, oltre il periodo di mantenimento delle riserve che termina il 20 gennaio 2009. Questa misura resterà in vigore per la durata necessaria e almeno fino all'ultima aggiudicazione del terzo periodo di mantenimento delle riserve del 2009, il 31 marzo. Dal 21 gennaio il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, che il 9 ottobre 2008 è stato ridotto a 100 punti base intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali, sarà riampliato simmetricamente a 200 punti base.

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Ha inoltre fissato il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00

per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo 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 procedure 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, 4 MARZO E 8 APRILE 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.



IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)



Target¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro, presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica, e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Nel quarto trimestre del 2009 oltre 4.400 banche, nonché 21 banche centrali nazionali hanno fatto ricorso a Target2 per eseguire pagamenti per proprio conto o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, oltre 50.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2.

I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, come quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il *Continuous Linked Settlement (CLS)* ed Euro1, e per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È

inoltre utilizzato per pagamenti di importo minore disposti dalla clientela. Target2 permette il completamento delle transazioni all'interno della giornata rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel quarto trimestre del 2009 su Target2 sono state regolate 23.484.205 transazioni, per un valore totale di 137.944 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 361.295 transazioni e a un valore di 2.122 miliardi di euro. Il giorno del trimestre di maggiore traffico è stato il 30 novembre, quando sono stati trattati in totale 499.073 pagamenti, e ha coinciso con il picco che solitamente si osserva l'ultimo giorno lavorativo del mese.

1) Target2, entrato in esercizio nel 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.
Target2¹⁾					
Volume totale	23.943.677	21.374.119	21.580.925	22.078.092	23.484.185
Media giornaliera	374.120	339.272	348.079	334.517	361.295
Euro1 (EBA)					
Volume totale	15.720.705	13.962.739	14.517.507	14.650.126	15.154.195
Media giornaliera	245.636	221.631	234.153	221.972	233.141

1) Dal gennaio 2009 il SEBC ha applicato una nuova metodologia nella raccolta e presentazione dei dati relativi a Target2 al fine di migliorare la qualità delle informazioni. Un fatto, questo, da tener presente qualora si confrontino i dati forniti in precedenza con quelli successivi alla data di implementazione della nuova metodologia.

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.
Target2¹⁾					
Valore totale	186.661	142.761	138.208	132.263	137.944
Media giornaliera	2.917	2.266	2.229	2.004	2.122
Euro1 (EBA)					
Valore totale	20.410	17.701	16.504	15.583	15.416
Media giornaliera	319	281	266	236	237

1) Dal gennaio 2009 il SEBC ha applicato una nuova metodologia nella raccolta e presentazione dei dati relativi a Target2 al fine di migliorare la qualità delle informazioni. Un fatto, questo, da tener presente qualora si confrontino i dati forniti in precedenza con quelli successivi alla data di implementazione della nuova metodologia.

Con una quota di mercato del 61 per cento in termini di volume e del 90 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. La stabilità della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati.

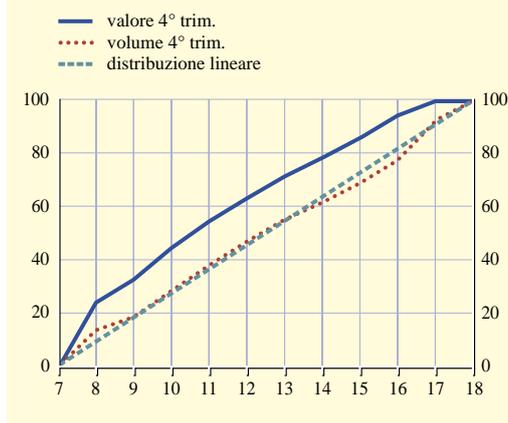
La quota media dei pagamenti interbancari è stata pari al 41 per cento in termini di volume e al 93 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è stato 11,2 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela 0,7 milioni di euro. Il 65 per cento dei pagamenti è stato di importo unitario inferiore a 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera 272 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornera del traffico di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti allo scadere di ciascuna ora della giornata operativa. In termini di valore, la curva è molto vicina alla distribuzione lineare, a indicare che le operazioni sono distribuite in maniera uniforme nel corso di tutta la giornata e che la liquidità circola in modo adeguato tra i partecipanti, assicurando il regolare svolgimento delle transazioni Target2. Alle 13.00 (ora dell'Europa centrale) il 55 per cento del valore scambiato in Target2 era già stato regolato, raggiungendo il 92 per cento un'ora prima della chiusura di Target2.

Andamento infragiornera

(percentuali)



In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 71 per cento del volume già scambiato alle 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,7 per cento un'ora prima della chiusura di Target2.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Nel quarto trimestre del 2009 Target2 ha registrato una disponibilità del 100 per cento, in quanto non si sono verificati incidenti che hanno prodotto effetti sulla disponibilità del sistema. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target2 sono quelli che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti. La piena disponibilità di Target2 ha permesso che il 99,95 per cento pagamenti venissero regolati, in media, in meno di 5 minuti, soddisfacendo a pieno le aspettative riposte sul sistema.

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 gennaio e marzo 2010. Anche i *Legal Working Paper*, a partire da novembre 2009 (dal numero 9 in poi), sono disponibili solo online. Salvo diversa indicazione, è possibile ricevere gratuitamente copia delle pubblicazioni, su richiesta o in abbonamento e fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo di posta elettronica info@ecb.europa.eu.

Per l'elenco completo dei documenti pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, si prega di consultare il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

RAPPORTO ANNUALE

Rapporto annuale 2008, aprile 2009.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

- Ricchezza immobiliare e consumi privati nell'area dell'euro*, gennaio 2009.
- Accumulo di attività estere da parte delle autorità di paesi emergenti*, gennaio 2009.
- I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa*, febbraio 2009.
- Una valutazione delle tendenze mondiali in tema di protezionismo*, febbraio 2009.
- Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti*, aprile 2009.
- Le revisioni delle stime del PIL nell'area dell'euro*, aprile 2009.
- Ripartizione per funzione della spesa pubblica nell'Unione Europea*, aprile 2009.
- Aspettative e conduzione della politica monetaria*, maggio 2009.
- Cinque anni di appartenenza all'UE*, maggio 2009.
- Le agenzie di rating: sviluppi e questioni di policy*, maggio 2009.
- L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro*, luglio 2009.
- L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007*, luglio 2009.
- La rotazione dei diritti di voto nel Consiglio direttivo della BCE*, luglio 2009.
- Il finanziamento per l'acquisto di abitazioni nell'area dell'euro*, agosto 2009.
- La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti*, agosto 2009.
- La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro*, ottobre 2009.
- Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone*, ottobre 2009.
- Lo sviluppo finanziario nelle economie emergenti: disamina e implicazioni di policy*, ottobre 2009.
- La comunicazione della banca centrale in periodi di elevata incertezza*, novembre 2009.
- L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria*, novembre 2009.
- La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica*, novembre 2009.
- L'orientamento di politica monetaria della BCE durante la crisi finanziaria*, gennaio 2010.
- Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione europea: evoluzione e prospettive*, gennaio 2010.
- Diritti delle famiglie alle prestazioni nell'ambito dei regimi pensionistici promossi dalle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro: risultati sulla base del nuovo sistema di conti nazionali*, gennaio 2010.
- 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.

Gli strumenti per la formulazione delle previsioni d'inflazione a breve termine dell'area dell'euro, aprile 2010.

Misure a sostegno del settore finanziario adottate dai governi dell'area dell'euro, aprile 2010.

Prospettive per gli squilibri reali e finanziari e il processo di correzione a livello mondiale, aprile 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.
- 11 *The role of national central banks in banking supervision in selected central and eastern European countries*, di M. Apinis, M. Bodzioch, E. Csongrádi, T. Filipova, Z. Foit, J. Kotkas, M. Porzycki e M. Vetrák, marzo 2010.

OCCASIONAL PAPER SERIES

- 100 *Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use*, a cura del Household Finance and Consumption Network dell'Eurosistema, gennaio 2009.
- 101 *Housing finance in the euro area*, a cura di una Task Force del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, marzo 2009.
- 102 *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, di E. Dorrucci, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bè 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.
- 108 *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview*, di K. Hubrich e T. Karlsson, marzo 2010.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 8, marzo 2009.

Research Bulletin n. 9, marzo 2010.

WORKING PAPER SERIES

- 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 A. 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.
- 1158 *Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective*, di M. M. Habib, marzo 2010.
- 1159 *Wages and the risk of displacement*, di A. Carneiro e P. Portugal, marzo 2010.
- 1160 *The euro area bank lending survey matters: empirical evidence for credit and output growth*, di G. de Bondt, A. Maddaloni, J.-L. Peydró e S. Scopel, marzo 2010.
- 1161 *Housing, consumption and monetary policy: how different are the United States and the euro area?*, di A. Musso, S. Neri e L. Stracca, marzo 2010.
- 1162 *Inflation risks and inflation risk premia*, di J. A. García e T. Werner, marzo 2010.
- 1163 *Asset pricing, habit memory and the labour market*, di I. Jaccard, marzo 2010.
- 1164 *Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN survey*, di G. Bertola, A. Dabusinkas, M. M. Hoeberichts, M. Izquierdo, C. Kwapil, J. Montornès e D. Radowski, marzo 2010.
- 1165 *The term structure of risk premia: new evidence from the financial crisis*, di T. Berg, marzo 2010.
- 1166 *Does monetary policy affect bank risk-taking?*, di Y. Altunbas, L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez, marzo 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 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).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – February 2010, marzo 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Diogo Feio, Member of the European Parliament, regarding the economic situation in Portugal, marzo 2010 (disponibile solo online).

Strengthening macro and micro-prudential supervision in EU candidates and potential candidates, marzo 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), marzo 2010 (disponibile solo online).

Government finance statistics guide, marzo 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Chountis, Member of the European Parliament, regarding credit rating agencies, marzo 2010 (disponibile solo online).

Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report, marzo 2010 (disponibile solo online).

Euro area monetary and financial statistics – 2009 quality report, marzo 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).

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.