



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2010

02 | 2010

03 | 2010

04 | 2010

05 | 2010

06 | 2010

07 | 2010

08 | 2010

09 | 2010

10 | 2010

11 | 2010

12 | 2010

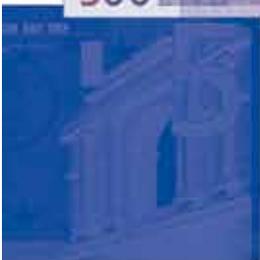
**BOLLETTINO MENSILE
LUGLIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE LUGLIO 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 luglio 2010.*

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

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



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

I tassi di cambio e la bilancia
dei pagamenti

Riquadri:

- 1 Nuove serie statistiche relative
alle ore lavorate, alla produttività e
al costo del lavoro per l'area dell'euro **34**
- 2 La spesa delle famiglie per l'acquisto
di beni durevoli durante l'ultima
recessione **38**
- 3 Confronto fra gli andamenti
dell'occupazione nell'area dell'euro
e negli Stati Uniti **43**
- 4 La riforma del regime di cambio
del renminbi in Cina **51**

ARTICOLI

Ripercussioni della recessione sui mercati
del lavoro nell'area dell'euro **57**

L'efficacia delle politiche di bilancio
dell'area dell'euro **73**

L'effetto della crisi finanziaria sui paesi
dell'Europa centrale e orientale **91**

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

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

15 Documenti pubblicati dalla Banca
centrale europea dal 2009 **V**

30 Glossario **XIII**

49

SI

I

V

XIII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

BCE	Banca centrale europea
BCN	Banche centrali nazionali
b.d.p.	bilancia dei pagamenti
BRI	Banca dei regolamenti internazionali
CD	Certificati di deposito
CLUPM	Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera
c.i.f.	costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore
ECU	Unità monetaria europea
EUR	euro
FMI	Fondo monetario internazionale
f.o.b.	franco a bordo al confine del paese dell'esportatore
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 luglio, 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 resta adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 10 giugno, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica nell'area dell'euro è proseguita nella prima metà del 2010. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato e ancora discontinuo nell'area, a fronte di un elevato grado di incertezza. L'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione rimane essenziale.

La politica monetaria metterà in atto tutto ciò che occorre per preservare la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro. Questo è il necessario e principale contributo della politica monetaria per favorire la crescita economica sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la stabilità finanziaria. L'insieme delle misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie, ossia la cosiddetta "linea di maggiore sostegno al credito" e il Programma per i mercati dei titoli finanziari, è pienamente coerente con il mandato del Consiglio direttivo e, per come strutturato, di natura temporanea. Il Consiglio direttivo resta fermamente impegnato alla stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine. L'orientamento della politica monetaria e l'offerta complessiva di liquidità saranno modificati secondo opportunità. Di conseguenza, il Consiglio direttivo continuerà

a seguire tutti gli andamenti nel prossimo periodo con molta attenzione.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo un periodo di brusca contrazione, l'attività risulta in espansione nell'area dell'euro dalla metà del 2009. La seconda stima dell'Eurostat indica che nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali dell'area è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Gli ultimi dati economici e i più recenti indicatori basati sulle indagini congiunturali suggeriscono un rafforzamento dell'attività in primavera. Secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di incremento moderato e ancora discontinuo del PIL in termini reali nel corso del tempo e in tutte le economie e i settori di attività dell'area dell'euro. La ripresa in atto a livello mondiale e il suo impatto sulla domanda nei mercati di esportazione dell'area dell'euro, unitamente all'orientamento accomodante della politica monetaria e alle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbero sostenere l'economia dell'area. Ci si attende tuttavia che la ripresa dell'attività sia frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi comparti e dalle prospettive per il mercato del lavoro.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche sono soggette a rischi sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da elevata 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, stimolando ulteriormente le esportazioni dell'area dell'euro. In termini di rischi al ribasso, persistono i timori di rinnovate tensioni nei mercati finanziari suscettibili di esercitare ulteriori effetti avversi sulle condizioni di finanziamento e sul clima di fiducia. Inoltre, potrebbero incidere verso il basso interazioni negative più intense o prolungate delle precedenti attese fra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, spinte protezionistiche, nonché la possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che a giugno il tasso di in-

flazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è stato pari all'1,4 per cento nell'area dell'euro, dopo l'1,6 per cento di maggio. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe seguire a mostrare una certa variabilità, con una tendenza verso livelli in qualche misura più elevati nell'ultima parte dell'anno. In prospettiva, dovrebbe restare nel complesso moderata nel 2011, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati. Nel medio periodo i rischi al rialzo sono connessi soprattutto all'evoluzione dei corsi 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. Allo stesso tempo, gli andamenti interni dei costi e dei prezzi sono soggetti a rischi contenuti. Nel complesso, il Consiglio direttivo seguirà attentamente la futura evoluzione di tutti gli indicatori di prezzo disponibili.

Passando all'analisi monetaria, a maggio il tasso di incremento sui 12 mesi di M3 è rimasto invariato, al -0,2 per cento. La crescita dei prestiti al settore privato ha registrato un ulteriore lieve aumento sul periodo corrispondente, allo 0,2 per cento, restando tuttavia debole. Insieme, questi dati seguitano a confortare la valutazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine. La dinamica di più breve periodo di M3 e di alcune delle sue componenti e contropartite ha continuato a essere variabile e, date le protratte tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, è certamente possibile che tale andamento persista.

L'impatto in precedenza forte della configurazione dei tassi di interesse sulla dinamica della moneta sembra affievolirsi gradualmente. Questo implica che la crescita effettiva di M3 risenta meno che in passato dell'effetto al ribasso derivante

dall'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti e dai conseguenti spostamenti di fondi verso depositi e titoli a più lungo termine non inclusi in M3. Inoltre, si starebbe attenuando l'influsso che i modesti differenziali di interesse fra i diversi strumenti compresi in M3 esercitano sulle riallocazioni all'interno dell'aggregato stesso verso M1. Tuttavia, la crescita sui 12 mesi di M1, pari al 10,3 per cento, risulta ancora molto vigorosa.

Per quanto concerne i prestiti bancari al settore privato, il tasso di variazione sui 12 mesi tuttora contenuto seguita a celare andamenti contrastanti, di segno positivo per il comparto delle famiglie e di segno negativo per le società non finanziarie. Il flusso mensile dei prestiti bancari alle imprese non finanziarie è risultato positivo a maggio, ma alla luce della variabilità osservata negli ultimi mesi è prematuro valutare se indichi un punto di svolta. Il fatto che i prestiti alle società non finanziarie reagiscano con ritardo all'evoluzione dell'attività è una normale caratteristica del ciclo economico.

I dati fino a maggio confermano che le dimensioni dei bilanci bancari complessivi si sono accresciute dopo il volgere dell'anno. Le banche dovranno dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di credito al settore non finanziario quando aumenterà la domanda. Ove necessario, per raccogliere tale sfida esse dovrebbero trattenere gli utili, ricorrere al mercato al fine di rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione. A tale riguardo, il Consiglio direttivo accoglie con favore la decisione annunciata dal Consiglio europeo di pubblicare, previo consenso delle banche interessate, i rispettivi risultati delle prove di stress condotte nell'Unione europea dal Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) in collaborazione con la BCE. Se occorre, dovranno essere intraprese le misure opportune. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti sono indispensabili per potenziare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un adeguato accesso ai finanziamenti, get-

tando le basi per la crescita sostenibile, la creazione di posti lavoro e la stabilità finanziaria.

In sintesi, l'attuale livello dei tassi d'interesse di riferimento della BCE resta adeguato. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 10 giugno, il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'evoluzione dei prezzi si mantenga moderata nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria, beneficiando delle contenute pressioni interne sui prezzi. Gli ultimi dati confermano altresì che la ripresa economica nell'area dell'euro è proseguita nella prima metà del 2010. Per il futuro, secondo il Consiglio direttivo si prospetta un ritmo di crescita moderato e ancora discontinuo nell'area, a fronte di un elevato grado di incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conforta uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio termine, come suggerisce la debole espansione della moneta e del credito. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio periodo, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Il saldo incoraggiamento delle aspettative di inflazione rimane essenziale.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, occorre chiaramente porre in primo piano la necessità di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Nelle circostanze attuali tutti i paesi dell'area dell'euro devono, come minimo, rispettare i propri piani di risanamento nei termini previsti dalle rispettive procedure per i disavanzi eccessivi. Il perseguimento di traguardi più ambiziosi, che una serie di paesi ha già fissato, si potrebbe rendere necessario laddove i piani correnti non bastino a conseguire l'obiettivo principale di arrestare e invertire l'incremento del rapporto debito pubblico/PIL. Inoltre, tutti i paesi devono indicare nel dettaglio misure di aggiustamento credibili che siano sufficienti ad assicurare il raggiungimento dei traguardi definiti per il 2010, il 2011 e oltre in

materia di bilancio e devono onorare l'impegno di adottare misure aggiuntive, ove necessario, nei prossimi anni.

Per consentire l'adeguato funzionamento dell'area dell'euro e rafforzare le prospettive di una maggiore crescita sostenibile, è essenziale perseguire riforme strutturali di ampia portata. Ciò favorirà anche il processo di risanamento dei conti pubblici. Importanti riforme risultano particolarmente necessarie nei paesi che in passato hanno subito perdite di competitività o che al momento soffrono di disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati. Le misure dovrebbero assicurare che il processo di contrattazione dei salari ne consenta un aggiustamento flessibile alle condizioni di disoccupazione e alle perdite di competitività. Riforme tese a rafforzare la crescita della produttività promuoverebbero ulteriormente il processo di aggiustamento di tali economie.

Per quanto riguarda le proposte che ha presentato alla Task force sulla governance economica istituita dal Consiglio europeo sotto la presidenza di Herman Van Rompuy, il Consiglio direttivo ritiene necessario compiere un balzo in avanti nel rafforzamento dei fondamenti istituzionali dell'UEM. È essenziale un potenziamento delle strutture di governance e dei meccanismi attuativi nel contesto delle politiche economiche dell'area dell'euro. Sarà fondamentale rafforzare la sorveglianza delle politiche fiscali nazionali e assicurare la rigorosa aderenza alle regole di bilancio. È inoltre di estrema importanza che si vigili attentamente sull'andamento relativo della competitività e che venga istituito un meccanismo di sorveglianza per far fronte agli squilibri nei paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso è importante stabilire un quadro di riferimento adeguato per la gestione delle crisi nell'area dell'euro che riduca al minimo l'azzardo morale.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo esamina le ripercussioni della recente recessione sul mercato del lavoro nell'area dell'euro; il secondo valuta l'efficacia delle politiche di bilancio nell'area; il terzo infine tratta l'effetto della crisi finanziaria sull'attività economica dei paesi dell'Europa centrale e orientale.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'attività economica mondiale cresce a un ritmo costante, sebbene piuttosto diverso a seconda dei paesi. Vigorosa in gran parte delle economie emergenti, l'espansione è rimasta più moderata nella maggioranza di quelle avanzate. Questo profilo disomogeneo della crescita ha trovato riflesso anche nelle pressioni sui prezzi che, pur restando nell'insieme piuttosto contenute su scala internazionale, hanno evidenziato andamenti diversi nelle varie regioni. L'inflazione è salita ulteriormente nelle economie emergenti in rapida crescita, mentre si è mantenuta su livelli modesti nei principali paesi avanzati. I rischi per le prospettive dell'economia mondiale sono ritenuti complessivamente equilibrati.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'attività economica mondiale cresce a ritmi costanti, sorretta dalle azioni di stimolo delle politiche e dal ciclo favorevole delle scorte. L'intensità della ripresa è tuttavia piuttosto diversa a seconda dei paesi. Vigorosa in gran parte delle economie emergenti, la crescita è rimasta più moderata nella maggioranza di quelle avanzate.

Gli indicatori congiunturali segnalano una moderazione del ritmo, comunque ancora robusto, di espansione dell'economia sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. figura 1). L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è sceso a 55,4 in giugno, da 57,0 nel mese precedente, un livello ancora ben superiore alla media storica e in linea con una crescita vivace dell'economia su scala internazionale. L'attività è ancora sostenuta dall'espansione solida – benché in via di moderazione – dei nuovi ordinativi, sia dall'interno sia dall'estero, il che fa ben sperare anche per la domanda estera dell'area dell'euro.

Le pressioni sui prezzi a livello mondiale sono rimaste nel complesso piuttosto contenute, ma hanno evidenziato andamenti diversi nei vari paesi e regioni di riflesso al profilo disomogeneo della crescita. L'inflazione al consumo si è mantenuta su livelli modesti nelle principali economie avanzate, mentre è salita in quelle emergenti in rapida crescita. Nell'insieme dei paesi dell'OCSE è scesa al 2,0 per cento sui 12 mesi a maggio, dal 2,1 di aprile (cfr. figura 2), principalmente a causa della minore crescita della componente energetica. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è stato pari all'1,3 per cento sui 12 mesi, invariato rispetto ad aprile. Il Global PMI Input Prices Index segnala una minore inflazione dei costi in gran parte dei segmenti del settore manifatturiero interessati dall'indagine.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali ha registrato una lieve perdita di slancio nel primo trimestre del 2010 rispetto alla forte ripresa del periodo precedente, scendendo al 2,7 per cento in ragione d'anno (dal 5,6 del quarto trimestre del 2009) secondo la terza stima del Bureau of Economic Analysis. L'espansione complessiva del PIL nel primo trimestre, ricon-

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

ducibile per oltre la metà agli andamenti delle scorte nel settore privato, ha riflesso in parte anche la buona tenuta dei consumi (saliti del 3,0 per cento in ragione d'anno). La spesa del settore societario ha continuato a recuperare, trainata da un ulteriore aumento pronunciato degli investimenti in attrezzature e software. Hanno invece agito da freno sulla crescita la forte contrazione della spesa delle amministrazioni centrali e locali e il contributo negativo dell'interscambio, poiché le importazioni sono aumentate più delle esportazioni.

Per quanto concerne i prezzi, a maggio l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,0 per cento (dal 2,2 di aprile) a causa della minore crescita della componente energetica. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasto pari allo 0,9 per cento, il livello più basso dal 1966, riflettendo l'attenuarsi delle spinte inflazionistiche in presenza di un sostanziale margine di capacità inutilizzata.

Il 23 giugno il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0,25 per cento. Il FOMC continua a ritenere che le condizioni economiche – compresi i bassi livelli di utilizzo delle risorse, l'andamento moderato dell'inflazione e la stabilità delle aspettative di inflazione – giustifichino verosimilmente valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Fund per un periodo prolungato.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha mostrato ulteriori segnali di ripresa, mentre la deflazione si sta moderando. La seconda stima preliminare del Cabinet Office segnala che nel primo trimestre del 2010 il PIL in termini reali è cresciuto dell'1,2 per cento sul periodo precedente. Secondo l'indagine Tankan di giugno, le imprese valutano più favorevolmente le attuali condizioni di mercato ma restano caute quanto alle prospettive future.

I prezzi al consumo hanno continuato a calare, sebbene in misura inferiore, per il considerevole eccesso di offerta nell'economia. In maggio l'inflazione generale sui 12 mesi misurata sull'IPC è salita a -0,9 per cento (da -1,2 per cento in aprile) e il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica è stato pari a -1,6 per cento, invariato rispetto ad aprile.

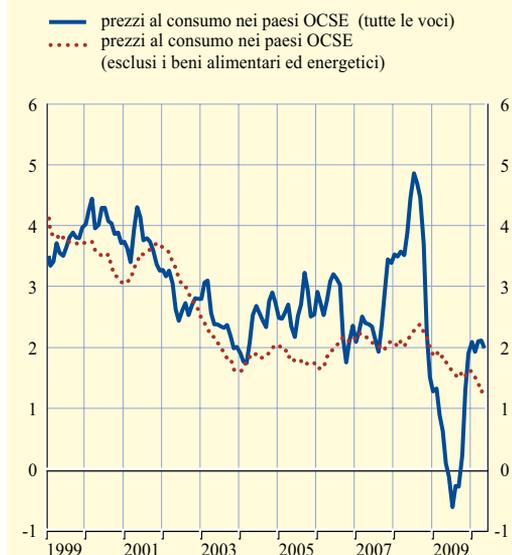
Nella riunione del 15 giugno, la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,1 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito gli indicatori recenti continuano a segnalare che è in atto una ripresa dell'economia. Il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente relativo al primo trime-

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

stre del 2010 è stato rivisto al rialzo, dallo 0,2 allo 0,3 per cento (cfr. figura 3). L'espansione del prodotto va ricondotta in larga misura al contributo positivo delle scorte, mentre la spesa delle famiglie è rimasta invariata e l'interscambio netto ha continuato a pesare negativamente. Le quotazioni immobiliari sono rimaste in crescita, almeno sul periodo corrispondente: a maggio l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni era superiore del 5,3 per cento rispetto a un anno prima. Guardando al futuro, l'attività dovrebbe continuare a seguire un percorso di recupero graduale, sorretta dagli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina, dalle azioni di stimolo monetario e dal miglioramento delle condizioni economiche mondiali complessive. Sulle prospettive per l'economia continua tuttavia a gravare la necessità di un inasprimento fiscale, di ulteriori correzioni dei bilanci del settore bancario e di un aumento del risparmio del settore privato nel contesto degli alti livelli di indebitamento e della maggiore incertezza.

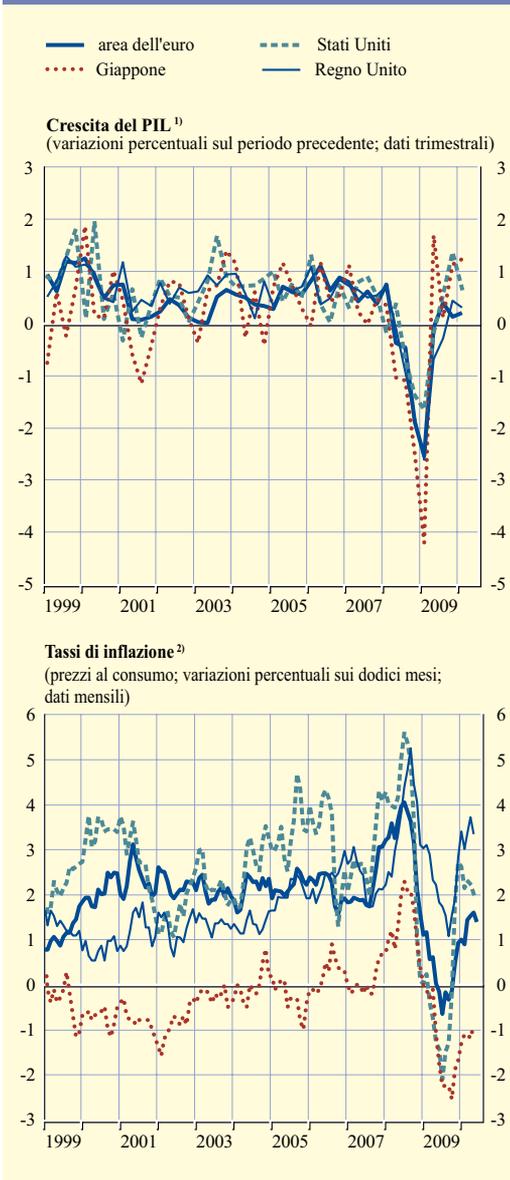
L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,4 per cento in maggio (dal 3,7 di aprile), dopo essere salita negli ultimi mesi. Essa ha continuato a subire pressioni al rialzo derivanti dal ripristino dell'aliquota IVA in gennaio, dal rincaro dei beni energetici e dall'effetto ritardato del deprezzamento della sterlina. Il 10 giugno il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali e a 200 miliardi di sterline lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita del PIL in termini reali è tornata in territorio positivo e il tasso di utilizzo della capacità è aumentato nel settore manifatturiero. Tale ripresa graduale riflette in larga parte la perdurante crescita della domanda estera e il graduale miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Gli indicatori congiunturali dell'attività segnalano nell'insieme una prosecuzione della ripresa.

In Svezia la crescita del PIL in termini reali è salita all'1,4 per cento nel primo trimestre del 2010, dallo 0,4 per cento del quarto trimestre del 2009. In Danimarca si è portata allo 0,6 per

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.

cento, dallo 0,1 dell'ultimo trimestre dello scorso anno. Gli indicatori congiunturali segnalano chiaramente una prosecuzione della ripresa nelle due economie, anche se in entrambi i casi gli investimenti delle imprese sono rimasti deboli. A maggio l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa all'1,9 per cento in ambedue i paesi.

Tra i principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale, solo la Romania ha registrato una crescita negativa del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2010 (-0,3 per cento sul periodo precedente). In Ungheria il tasso di incremento del prodotto si è collocato allo 0,9 per cento, mentre nella Repubblica Ceca e in Polonia è risultato pari allo 0,5 per cento. Gli indicatori recenti del clima di fiducia, della produzione industriale e del commercio segnalano nell'insieme, fatta eccezione per la Romania, un miglioramento dell'attività. Allo stesso tempo, una serie di fattori – tra cui l'aumento della disoccupazione e le deboli condizioni del credito (soprattutto in Ungheria e Romania) – fanno presagire una perdurante debolezza della domanda interna. A maggio l'inflazione sui 12 mesi misurata sullo IAPC è stata pari all'1,0 per cento nella Repubblica Ceca e al 2,3 per cento in Polonia. In Ungheria e Romania è rimasta elevata, rispettivamente al 4,9 e 4,4 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita del prodotto è rimasta vigorosa nel secondo trimestre, come confermano gli indicatori mensili più recenti. In particolare, in netto contrasto rispetto a un anno fa, le esportazioni hanno accelerato considerevolmente dagli inizi del 2010: nei primi cinque mesi di quest'anno, il loro tasso di crescita medio mensile sul periodo corrispondente è stato compreso tra il 25 e il 50 per cento nelle principali economie dell'area. Allo stesso tempo si intensificano le spinte inflazionistiche e in gran parte dei paesi della regione l'inflazione misurata sull'IPC è salita lievemente a maggio rispetto ai mesi precedenti.

Benché gli indicatori ad alta frequenza segnalino una lieve moderazione, in Cina la crescita economica è rimasta robusta nel secondo trimestre del 2010. La domanda interna del settore privato – sia per investimenti sia per consumi – è sempre più in grado di autosostenersi, consentendo pertanto il graduale ritiro delle azioni di stimolo poste in essere dalle autorità. La domanda estera ha registrato una ripresa pronunciata: in maggio le esportazioni in termini reali sono cresciute del 45 per cento rispetto a un anno prima. Le spinte inflazionistiche hanno continuato a intensificarsi in maggio, soprattutto a causa dei rincari dei beni alimentari e delle materie prime, e l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC e sull'indice dei prezzi alla produzione (IPP) ha raggiunto rispettivamente il 3,1 e 7,1 per cento. Le misure amministrative adottate a fine aprile per frenare la domanda speculativa nel settore delle abitazioni hanno cominciato a dare alcuni frutti, anche se è troppo presto per valutarne l'impatto sui prezzi degli immobili e sugli investimenti in edilizia residenziale.

AMERICA LATINA

In America latina il ritmo dell'attività economica ha continuato a rafforzarsi nel primo trimestre del 2010. In Brasile il PIL in termini reali è cresciuto dell'8,9 per cento sul periodo corrispondente, dopo essersi incrementato del 4,4 per cento nell'ultimo trimestre del 2009. A maggio l'inflazione sui 12 mesi è stata pari al 5,2 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Il 10 giugno il Banco Central do Brasil ha aumentato il tasso di interesse di riferimento di 75 punti base, al 10,25 per cento. Per quanto concerne l'Argentina, nel primo trimestre il PIL in termini reali è cresciuto del 6,3 per cento sul periodo corrispondente. L'inflazione al consumo è aumentata ulteriormente in maggio, al 10,7 per cento. In Messico la produzione industriale ha registrato un incremento

del 6,1 per cento in aprile e l'inflazione sui 12 mesi è stata pari al 3,9 per cento in maggio, inferiore di 0,4 punti percentuali rispetto al mese precedente.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Dopo il calo di maggio, i corsi petroliferi sono aumentati per gran parte di giugno e hanno poi ripreso a scendere agli inizi di luglio in presenza di una considerevole volatilità. Il 7 luglio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 72,3 dollari per barile, un livello inferiore del 7,6 per cento rispetto agli inizi dell'anno (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono una lieve crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza nel dicembre 2012 che si collocano attorno agli 82,4 dollari per barile.

L'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ha rivisto al rialzo le proiezioni per la domanda di petrolio sulla scia della crescita maggiore del previsto di quest'ultima nelle economie dell'OCSE, e in particolare negli Stati Uniti, a fronte di un andamento ancora robusto nei paesi non appartenenti all'organizzazione. Tuttavia, l'offerta ancora ampia attenua in parte le pressioni dal lato della domanda. L'AIE prevede nell'insieme un aumento della produzione nel 2010, a causa di un'offerta maggiore del previsto da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC. Le forniture di greggio dovrebbero restare elevate nel medio periodo, poiché nuovi investimenti hanno accresciuto la capacità di produzione dell'OPEC.

I prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati lievemente in giugno. Le quotazioni dei beni alimentari sono salite, sulla scia dei rincari del frumento, mentre quelle dei metalli hanno continuato a calare (principalmente a causa dei minori prezzi del rame e del nichel). Ai primi di luglio l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa l'11,7 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le indagini congiunturali e gli indicatori anticipatori segnalano la possibilità di una lieve moderazione della crescita nel prosieguo dell'anno, al graduale venir meno dell'impatto di fattori temporanei quali il ciclo favorevole delle scorte e l'azione di stimolo delle politiche economiche. Gli indicatori anticipatori mostrano che la ripresa recente potrebbe avere superato il punto di svolta superiore, a suggerire un indebolimento del ritmo di espansione nelle economie avanzate ed emergenti a distanza di circa uno o due trimestri. Gli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE segnalano un indebolimento della crescita in aprile, con un incremento inferiore al precedente per il nono mese consecutivo (cfr. figura 5). Indicazioni incerte del possibile superamento del punto di svolta superiore sono emerse anche nelle principali economie non appartenenti all'OCSE, ad esempio in

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime

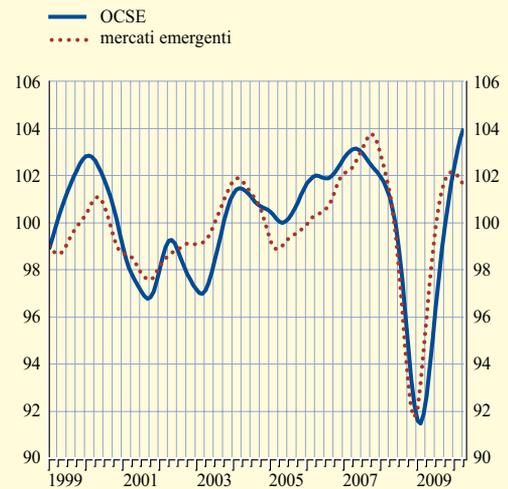


Brasile e Cina. Anche gli indicatori del clima di fiducia nelle principali economie offrono segnali in qualche modo contrastanti, a indicare una situazione economica corrente piuttosto solida a fronte di aspettative più modeste per il futuro prossimo.

In un contesto di incertezza elevata, i rischi per l'attività mondiale rimangono sostanzialmente equilibrati. Per quel che riguarda i rischi verso l'alto, l'interscambio potrebbe segnare una ripresa più forte del previsto. Per quanto concerne i rischi verso il basso, sussistono timori per la possibilità di rinnovate tensioni nei mercati finanziari e dei conseguenti effetti avversi sulle condizioni di finanziamento e la fiducia, di una spirale negativa tra l'economia reale e il settore finanziario più marcata o più prolungata del previsto, di nuovi aumenti dei prezzi del petrolio e di altre materie prime, di un'intensificazione delle spinte protezionistiche e di una correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 5 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Note: 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 rimasti deboli negli ultimi mesi. Ciò continua a corroborare la valutazione di una moderata espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. L'effetto frenante sulla crescita di M3 della accentuata inclinazione della curva dei rendimenti sta gradualmente diminuendo. Il moderato incremento sui 12 mesi dei prestiti delle IFM al settore privato continua a rispecchiare una crescita moderatamente positiva dei prestiti alle famiglie e una variazione negativa di quelli alle società non finanziarie. Tuttavia, in maggio i flussi mensili sono stati positivi per entrambi i settori. Infine, i dati di bilancio delle IFM fino a maggio forniscono ulteriore evidenza del fatto che, dopo una contrazione delle attività totali nel 2009, il settore delle IFM dell'area dell'euro ha iniziato nuovamente ad accumulare attività dall'inizio del 2010.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

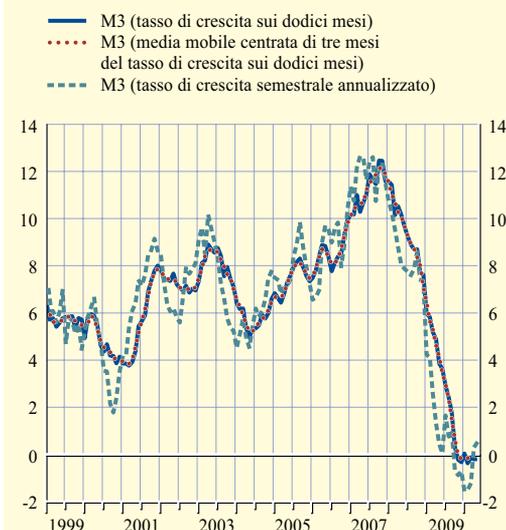
In maggio la crescita sui 12 mesi di M3 è rimasta debole, a un livello invariato di -0,2 per cento (cfr. figura 6). Ciò rispecchia un flusso mensile fortemente negativo, che potrebbe tuttavia avere semplicemente invertito parte del flusso fortemente positivo del mese precedente, confermando pertanto la volatilità elevata che ha caratterizzato gli andamenti a breve termine nell'ultimo anno e mezzo. Sinora, le tensioni che erano emerse in alcuni segmenti dei mercati finanziari in aprile e maggio non sembrano avere avuto un effetto visibile sui dati monetari aggregati per l'insieme dell'area dell'euro. Nel contempo, un qualche impatto potrebbe essere riscontrabile nel fatto che in maggio i settori detentori di moneta hanno ridotto piuttosto drasticamente le consistenze di titoli di debito a breve e a lungo termine delle IFM.

Nel complesso, gli andamenti di M3 continuano a essere riconducibili in ampia misura all'impatto della configurazione dei tassi di interesse. La curva dei rendimenti continua a essere inclinata, implicando una remunerazione relativamente elevata delle attività non comprese nella moneta, e pertanto un perdurante incentivo ad allocare nuovi fondi verso attività non incluse in M3. Tuttavia, poiché l'inclinazione della curva dei rendimenti è rimasta pronunciata sin dall'inizio del 2009, i deflussi da M3 verso strumenti a più lungo termine registrati in risposta all'accenuazione della curva si sarebbero ormai verificati, implicando un minore impatto frenante sulla crescita di M3. Pertanto, l'incremento complessivo di M3 continua a sottostimare il ritmo dell'espansione monetaria di fondo, ma in misura calante.

Sul fronte delle componenti, la debole espansione complessiva di M3 in maggio ha continuato a nascondere sostanziali differenze tra l'incremento sui 12 mesi fortemente positivo di M1, situatosi al 10,3 per cento, e la crescita fortemente negativa degli altri depositi a breve

Figura 6 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

termine e degli strumenti negoziabili. Dal lato delle contropartite, l'incremento sui 12 mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto moderato, celando peraltro differenze tra una crescita moderatamente positiva dei prestiti alle famiglie e una variazione negativa di quelli alle società non finanziarie.

Le principali attività delle IFM hanno registrato un ulteriore lieve aumento nei tre mesi fino a maggio 2010, dopo essere aumentate anche nel primo trimestre dell'anno. Ciò riflette principalmente un'espansione sia dei prestiti tra IFM sia di quelli ai residenti nell'area diversi dalle IFM. Nel complesso, tale andamento fornisce ulteriore evidenza del fatto che, dopo la contrazione del 2009, dall'inizio del 2010 i bilanci delle IFM dell'area dell'euro sono andati espandendosi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La debole crescita sui 12 mesi di M3 continua a celare differenze nell'espansione delle diverse componenti: mentre il contributo di M1 si è mantenuto fortemente positivo, quello degli strumenti negoziabili e quello dei depositi a breve termine diversi dai depositi *overnight* sono rimasti profondamente negativi.

Nel contempo, negli ultimi mesi tali differenze si sono leggermente ridotte. Il tasso di incremento sui 12 mesi di M1 è ulteriormente diminuito al 10,3 per cento in maggio, dal 10,7 per cento del mese precedente (cfr. tavola 1), per effetto di un sostanziale deflusso mensile dai depositi *overnight*, che è stato compensato solo in parte da un afflusso a favore del circolante. Il deflusso dai depositi *overnight* potrebbe riflettere un'inversione del forte afflusso del mese precedente, e dovrebbe inoltre essere considerato nel contesto dell'elevata volatilità dei flussi di tali depositi sin dall'autunno del 2008.

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 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 apr.	2010 mag.
M1	49,6	8,1	12,2	12,3	11,3	10,7	10,3
Banconote e monete in circolazione	8,3	13,2	12,8	7,5	6,2	5,5	6,8
Depositi <i>overnight</i>	41,3	7,1	12,1	13,3	12,4	11,8	11,0
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	38,7	3,0	-3,1	-7,7	-8,2	-8,6	-8,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,0	-0,8	-13,2	-22,1	-22,8	-22,7	-21,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	19,7	8,6	12,9	15,8	13,3	10,6	9,6
M2	88,3	5,6	4,5	2,2	1,7	1,3	1,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,7	-2,6	-7,7	-11,4	-11,6	-9,9	-10,7
M3	100,0	4,4	2,7	0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Credito a residenti nell'area dell'euro		5,0	3,7	3,0	1,9	1,8	1,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		9,5	12,0	14,2	9,9	8,7	9,8
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		1,6	2,6	3,1	3,8	5,5	7,6
Credito al settore privato		4,1	2,1	0,9	0,3	0,4	0,1
Prestiti al settore privato		2,1	0,4	-0,6	-0,4	0,1	0,2
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni		3,5	1,6	0,3	-0,2	0,1	0,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		4,2	4,7	6,7	5,4	5,1	3,7

Fonte: BCE.

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

In maggio il tasso di variazione sui 12 mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è salito al -8,0 per cento, dal -8,6 di aprile. Ciò ha rispecchiato afflussi mensili di analoga entità per entrambe le sue sottocomponenti, ovvero i depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza) e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine). Gli afflussi verso i depositi a termine a breve scadenza riflettono, da un lato, il miglioramento della loro remunerazione negli ultimi mesi e, dall'altro, un calo nello stesso periodo del tasso di interesse corrisposti sui depositi *overnight*, e, soprattutto, su quelli a più lungo termine.

Dopo un aumento per due mesi consecutivi, il tasso di crescita sui 12 mesi degli strumenti negoziabili è diminuito al -10,7 per cento in maggio, dal -9,9 di aprile. Tale calo ha rispecchiato un flusso mensile negativo, due terzi del quale riconducibile a quote e partecipazioni in fondi comuni monetari; il restante terzo è invece ascrivibile a una riduzione delle consistenze di titoli di debito delle IFM a breve termine (con scadenza fino a due anni) da parte dei settori detentori di moneta. Ciò potrebbe essere un riflesso delle preoccupazioni di alcuni investitori circa la sostenibilità dell'indebitamento dei settori pubblico e privato e le sue implicazioni per i sistemi bancari in alcuni paesi.

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 sono disponibili informazioni affidabili a livello settoriale, è aumentato leggermente in maggio, ma ha continuato a mantenersi attorno al livello dell'1 per cento, raggiunto per la prima volta nell'ottobre 2009. Tale incremento è riconducibile a un maggiore contributo degli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione. I contributi delle società non finanziarie e delle famiglie hanno continuato a diminuire leggermente in maggio. Tuttavia, i depositi di M3 detenuti da società non finanziarie forniscono tuttora il maggior contributo alla crescita sui 12 mesi di tali strumenti, mentre il contributo di quelli detenuti dalle famiglie è sceso a livelli prossimi allo zero.

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'1,8 per cento in maggio, invariato dal mese precedente (cfr. tavola 1). Tuttavia, ciò riflette andamenti opposti delle sue due principali sottocomponenti: mentre il tasso di incremento del credito alle amministrazioni pubbliche è rimasto vigoroso, quello del credito al settore privato ha continuato a essere debole.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (la principale componente del credito a questo settore) è rimasto contenuto, ma ha registrato un ulteriore lieve aumento per il quarto mese consecutivo, portandosi allo 0,2 per cento in maggio, dallo 0,1 di aprile. Come nel mese precedente, l'impatto delle cartolarizzazioni è stato nullo in maggio.

La crescita sui 12 mesi dei prestiti al settore privato continua a riflettere significative differenze tra i vari sottosettori. Da un lato, il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto negativo in maggio (al -2,1 per cento), seppur in misura leggermente minore rispetto al mese precedente (cfr. tavola 2). Tuttavia, i prestiti alle imprese hanno registrato un ampio afflusso mensile positivo in maggio, il maggiore dal gennaio 2009. Quest'ultimo è riconducibile a ingenti afflussi sia verso i prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno) sia verso quelli a lungo termine (con scadenza oltre i cinque anni). Tuttavia, alla luce dell'elevata volatilità registrata nei mesi recenti, è troppo presto per concludere che tale andamento segnali un punto di svolta. Afflussi più forti nei prestiti a breve termine, dopo otto mesi consecutivi di deflussi, sarebbero in linea con l'accresciuto

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 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 apr.	2010 mag.
Società non finanziarie	43,2	4,6	1,2	-1,4	-2,5	-2,6	-2,1
Fino a 1 anno	24,9	-2,6	-8,7	-11,9	-12,2	-10,9	-9,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,6	9,7	4,7	-0,2	-3,3	-5,0	-5,1
Oltre 5 anni	55,5	6,8	5,4	3,9	3,2	2,7	2,9
Famiglie ²⁾	46,1	0,1	-0,1	0,3	1,7	2,5	2,6
Credito al consumo ³⁾	12,4	-0,4	-1,0	-1,0	-0,6	-0,4	-0,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	72,0	-0,2	-0,2	0,2	2,0	2,9	3,1
Altri prestiti	15,6	1,5	1,3	1,9	2,4	3,1	2,9
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	-3,1	-6,1	-12,4	-9,3	-7,4	-7,8
Altri intermediari finanziari non monetari	9,9	1,4	-0,0	0,2	0,2	2,3	0,5

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.

fabbisogno delle imprese di fondi a breve termine per gestire le scorte, dati i notevoli aumenti della crescita delle scorte osservati nei primi mesi del 2010.

D'altro canto, il tasso di espansione sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie è stato moderatamente positivo in maggio (al 2,6 per cento), sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. L'evoluzione dei prestiti alle famiglie continua a riflettere principalmente gli andamenti dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Dopo un costante incremento nella seconda metà del 2009, i flussi di questa tipologia di prestiti si sono stabilizzati negli ultimi sei mesi. Il credito al consumo, per contro, ha continuato a evidenziare una modesta contrazione in maggio (sia in termini di flussi mensili sia considerando il tasso di crescita sui 12 mesi).

Nel complesso, i dati recenti confermano la svolta osservata nel 2009 per il credito alle famiglie in termini reali, che ha sostanzialmente coinciso con quella del PIL reale, in maniera analoga a quanto osservato nelle passate fasi cicliche. Nel contempo, non è ancora emersa chiara evidenza di un punto di svolta dei prestiti reali alle società non finanziarie, che tendono a muoversi con un ritardo, pari in media a quasi un anno, rispetto al punto di svolta del ciclo economico.

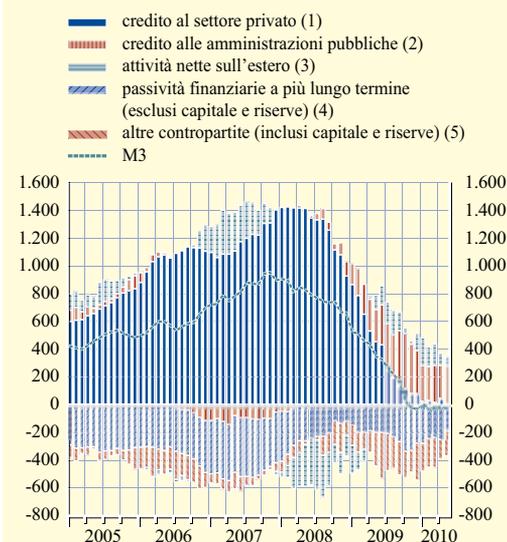
Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito al 3,7 per cento in maggio. Tale calo ha riflesso andamenti analoghi tra le sottocomponenti, in quanto sia i depositi sia i titoli di debito delle banche a più lungo termine hanno registrato significativi deflussi in maggio. Vari fattori hanno probabilmente determinato tali andamenti, tra cui il restringimento del differenziale fra i tassi di interesse corrisposti sui depositi a più lungo termine e i tassi pagati sui depositi a termine a breve scadenza e a risparmio (M2-M1), che ha ridotto il costo opportunità di detenere questi ultimi. Analogamente, crescenti tensioni nei mercati finanziari possono avere indotto alcuni investitori avversi al rischio a ridurre le proprie consistenze di obbligazioni a lungo termine emesse da IFM residenti in alcuni paesi che sono stati interessati dalla crisi del debito sovrano. Il tasso di incremento sui 12 mesi del capitale e delle riserve è salito in maggio al 7,8 per cento, dal 7,6 di aprile.

Infine, gli afflussi nell'anno registrati nella posizione netta sull'estero delle IFM sono stati pari a 68 miliardi di euro in maggio, con un calo dagli 88 miliardi di euro di aprile (cfr. figura 7). Ciò riflette principalmente effetti di base, poiché in maggio il flusso netto mensile è stato positivo (11 miliardi di euro). Il flusso annuale positivo della posizione netta sull'estero cela flussi annuali che sono rimasti lievemente negativi sia per le attività sia per le passività sull'estero, con una riduzione delle passività appena superiore a quella delle attività.

In sintesi, la crescita sia di M3 sia dei prestiti al settore privato è rimasta debole in maggio. Ciò 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 contenute. L'accentuata inclinazione della curva dei rendimenti continua a frenare la crescita complessiva di M3 ben oltre quanto indicato dal ritmo di fondo dell'espansione monetaria, ma tale effetto sta gradualmente diminuendo.

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 delle emissioni di titoli di debito ha continuato a ridursi, scendendo al 5,7 per cento in aprile. I dati settoriali rivelano che il rallentamento dell'attività di emissione 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 5,7 per cento in aprile dal 6,0 del mese precedente (cfr. tavola 3). Proseguendo la tendenza calante iniziata un anno fa, il tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito a breve termine è sceso a -8,0 per cento in aprile mentre quello delle emissioni di titoli di debito a lungo termine si è attenuato al 7,6 per cento. Tuttavia, il rallentamento del 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, è stato interrotto in aprile dalla crescita delle emissioni delle istituzioni finanziarie monetarie (cfr. figura 8).

Nei mesi recenti, l'attività di rifinanziamento è rimasta sostenuta nel segmento a lungo termine, in particolare a tasso fisso, a scapito delle emissioni di titoli di debito a breve termine. Negli ultimi mesi, il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso si è stabilizzato al di sotto dell'11 per cento. Nel contempo, il tasso di crescita dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile è sceso al di sotto dell'1 per cento.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2010 apr.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 mar.	2010 apr.
Titoli di debito:	15.696	11,8	11,4	10,1	7,0	6,0	5,7
IFM	5.495	5,8	4,0	2,9	1,6	1,4	1,3
Società finanziarie non monetarie	3.254	30,9	26,8	21,0	10,1	7,2	6,2
Società non finanziarie	867	10,5	14,1	16,5	14,8	16,1	15,7
Amministrazioni pubbliche	6.080	12,2	13,5	12,7	10,0	8,7	8,6
<i>di cui:</i>							
Amministrazioni centrali	5.686	12,4	13,7	12,9	9,9	8,6	8,5
Altre amministrazioni pubbliche	394	9,6	9,5	10,4	10,2	11,6	10,9
Azioni quotate:	4.428	1,9	2,7	2,8	2,9	2,8	2,7
IFM	513	8,7	9,3	8,8	8,2	7,4	7,0
Società finanziarie non monetarie	344	3,1	3,9	2,7	5,4	5,4	5,3
Società non finanziarie	3.571	0,8	1,6	1,9	1,9	1,8	1,7

Fonte: BCE.

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

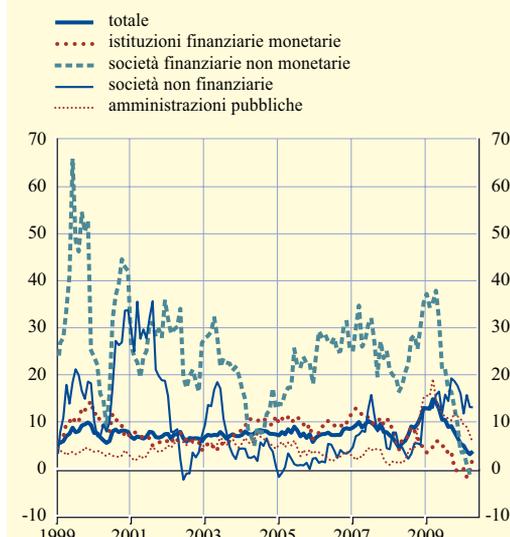
Sulla base di dati settoriali, il rallentamento dell'attività di emissione di titoli di debito registrata negli ultimi mesi sembra essere generalizzata, ad eccezione del settore societario, in cui la crescita delle emissioni si è mantenuta su livelli storicamente elevati. In particolare, il tasso di crescita dei titoli emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro si è collocato in aprile al 15,7 per cento, contro il 16,1 del mese precedente. I volumi considerevoli e il ritmo sostenuto delle emissioni nette di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso dalla fine del 2008 suggeriscono che le società, specie quelle di grandi dimensioni, hanno raccolto finanziamenti attraverso i mercati dei capitali, sfruttando le condizioni di mercato ancora favorevoli e potenzialmente reagendo ai termini e alle condizioni relativamente stringenti per la concessione di prestiti bancari.

Nonostante alcuni segni di moderazione, il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è rimasto vigoroso in aprile, all'8,6 per cento. Ciò è in linea con il perdurante elevato fabbisogno di finanziamento dei settori pubblici dell'area dell'euro, sebbene negli ultimi mesi vi sia stata una forte riduzione delle emissioni di titoli di debito a breve termine delle amministrazioni pubbliche la cui crescita è divenuta negativa in aprile.

Quanto al settore finanziario, in aprile il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto basso all'1,3 per cento,

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.

dopo l'1,4 per cento del mese precedente. Ciò è stato dovuto a un calo del tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi, mentre, da una prospettiva di più lungo termine, la debolezza delle emissioni è in gran parte ascrivibile a una netta contrazione del volume dei titoli di debito emessi con scadenze a breve termine. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è diminuito al 6,2 per cento in aprile, dal 7,2 del mese precedente, a causa di una riduzione della crescita delle emissioni a lungo termine.

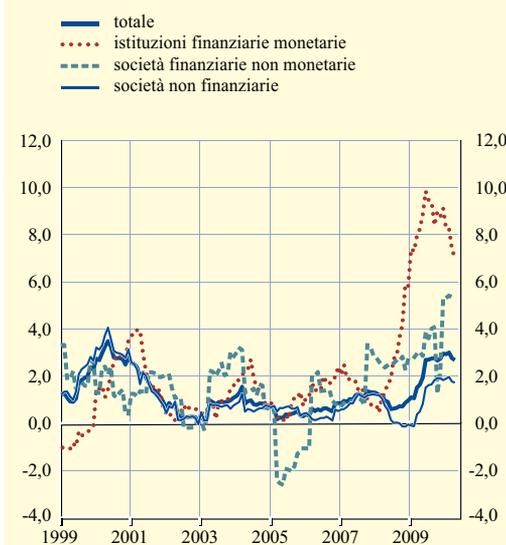
AZIONI QUOTATE

In aprile il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 2,7 per cento (cfr. figura 9). Sempre in aprile, sebbene in lieve calo rispetto al mese precedente, il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è rimasto elevato al 7,0 per cento, riflettendo gli sforzi delle banche tesi a raccogliere fondi per rafforzare i propri bilanci. Nel

contempo, il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie si è mantenuto sostanzialmente invariato all'1,7 per cento in aprile, malgrado un forte incremento del costo del finanziamento tramite capitale di rischio, che ha raggiunto un livello record.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

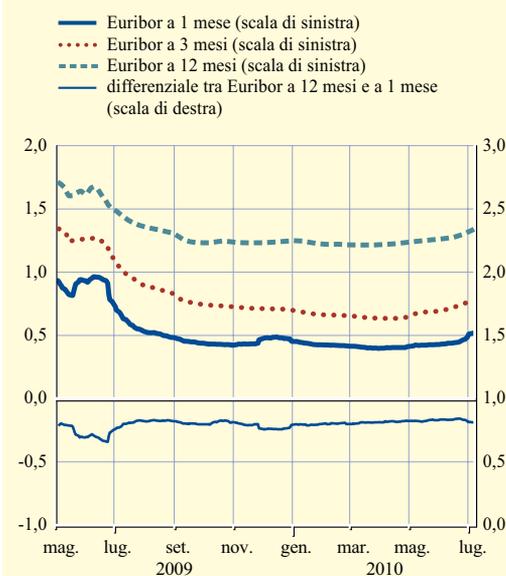
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In giugno e agli inizi di luglio i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, principalmente di riflesso alle tensioni connesse con i perduranti timori degli operatori dei mercati finanziari circa il rischio sovrano in alcuni paesi dell'area dell'euro. Al fine di moderare l'effetto sulla liquidità dell'operazione di rifinanziamento a lungo termine a un anno in scadenza il 1° luglio (nella quale erano stati aggiudicati 442 miliardi di euro), la BCE ha condotto lo stesso giorno un'operazione addizionale di regolazione puntuale a sei giorni (nella quale sono stati aggiudicati 111,3 miliardi di euro), dopo quella di rifinanziamento a lungo termine a tre mesi effettuata il 30 giugno (con l'aggiudicazione di 131,9 miliardi di euro). Nel contempo, sempre il 30 giugno è stato completato il programma di acquisto di obbligazioni garantite avviato il 6 luglio 2009.

In giugno e agli inizi di luglio i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono ulteriormente aumentati su tutte le scadenze. Il 7 luglio i tassi Euribor a 1, 3, 6 e 12 mesi si collocavano rispettivamente allo 0,523, 0,802, 1,065 e 1,334 per cento, ossia a circa 9, 9, 7 e 7 punti base al di sopra dei livelli osservati il 9 giugno. Nel complesso, il differenziale tra l'Euribor a 12 mesi e quello a 1 mese, un indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è diminuito di 2 punti base in quel periodo, portandosi a circa 81 punti base il 7 luglio (cfr. figura 10).

Figura 10 Tassi di interesse del mercato monetario

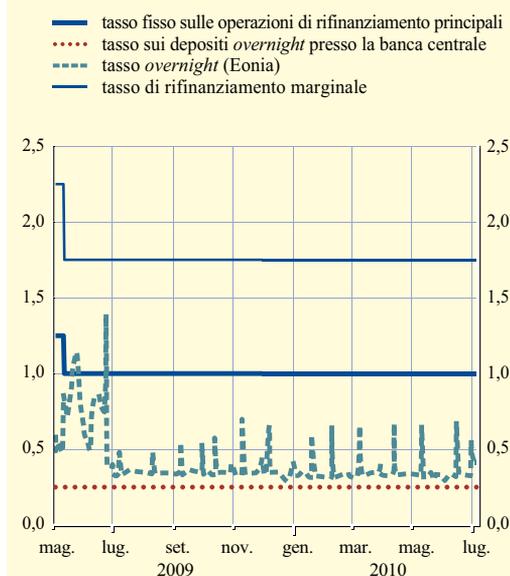
(valori percentuali in ragione d'anno; differenziale in punti percentuali; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

Fra il 9 giugno e il 7 luglio i tassi del mercato monetario ricavati dall'indice di *swap* sull'Eonia per la scadenza a tre mesi sono aumentati in misura maggiore dei corrispondenti tassi sui depositi non garantiti. Il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,55 per cento il 7 luglio, in rialzo di circa 15 punti base rispetto al 9 giugno. Di conseguenza, il 7 luglio il differenziale fra questo tasso del mercato monetario e l'Euribor corrispondente sui depositi non garantiti risultava essersi ristretto a 25 punti base, in calo di 6 punti base rispetto al 9 giugno (restando relativamente ampio al confronto con il livello prevalente prima dell'inizio delle turbolenze sui mercati finanziari nell'agosto 2007).

Il 7 luglio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre e dicembre 2010 e marzo e giugno 2011 si collocavano rispettivamente allo 0,98, 1,11, 1,17 e 1,25, con incrementi di circa 15, 22, 23 e 23 punti base rispetto ai livelli osservati il 9 giugno.

L'Eonia è rimasto piuttosto stabile in giugno, su livelli superiori di circa 7-12 punti base al tasso dello 0,25 per cento sui depositi presso la banca centrale (cfr. figura 11). L'unica eccezione si è avuta il 15 giugno, ossia l'ultimo giorno del quinto periodo di mantenimento del 2010, allorché l'Eonia è aumentato allo 0,665 per cento di conseguenza all'operazione di regolazione puntuale condotta dall'Eurosistema mediante una procedura d'asta a tasso variabile, che ha permesso di assorbire liquidità per 363,5 miliardi di euro, a un tasso massimo dello 0,85 per cento, un tasso marginale dello 0,80 per cento e un tasso medio ponderato dello 0,77 per cento. Il 1° luglio è giunta a scadenza la prima operazione di rifinanziamento a lungo termine (ORLT) a un anno, inducendo un calo della liquidità in eccesso. Di conseguenza, il 30 giugno e il 1° luglio l'Eonia si è collocato rispettivamente allo 0,542 e 0,48 per cento. In seguito, esso è rimasto su valori ricompresi fra lo 0,41 e lo 0,44 per cento, situandosi allo 0,414 per cento il 7 luglio.

Nelle operazioni di rifinanziamento principale dell'8, 15, 22 e 29 giugno e 6 luglio la BCE ha aggiudicato importi rispettivamente pari a 122, 126,7, 151,5, 162,9 e 229,1 miliardi di euro. Per quanto riguarda le operazioni a più lungo termine, la BCE ha effettuato due ORLT in giugno, entrambe mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo: un'operazione di un mese condotta il 15 giugno (con aggiudicazione di 31,6 miliardi di euro) e un'operazione di tre mesi il 30 giugno (con aggiudicazione di 131,9 miliardi). In quest'ultimo caso, l'importo elevato dell'operazione riflette il fatto che la data di regolamento coincideva con quella di scadenza di una operazione a un anno (in cui erano stati aggiudicati 442 miliardi di euro). Al fine di attenuare ulteriormente l'effetto di liquidità della prima ORLT a un anno con scadenza il 1° luglio, la BCE ha effettuato nella stessa data un'operazione addizionale di regolazione puntuale a sei giorni con un tasso fisso dell'1 per cento e piena aggiudicazione dell'importo e con scadenza il 7 luglio (ossia alla data di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva), in cui sono stati aggiudicati 112 miliardi di euro. Inoltre, la BCE ha condotto cinque operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana mediante aste a tasso variabile e con tasso massimo di offerta dell'1 per cento l'8, il 15, il 22, il 29 giugno e il 6 luglio. Con quest'ultima operazione la BCE ha assorbito 59 miliardi di euro, un importo corrispondente a quello degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma relativo al mercato dei titoli (*Securities Markets Programme*), tenuto conto delle operazioni condotte fino al 2 luglio compreso.

In linea con la minore liquidità in eccesso presente nel mercato monetario dell'area dell'euro dopo la scadenza della prima ORLT a un anno, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è sceso a 244 miliardi di euro nel periodo dal 16 giugno al 7 luglio, un livello inferiore a quello di 288,8 miliardi di euro osservato nel periodo di mantenimento precedente, concluso il 15 giugno.

Il programma di acquisto di obbligazioni garantite avviato il 6 luglio 2009 è stato completato appieno il 30 giugno. L'Eurosistema ha effettuato acquisti sui mercati primario e secondario per un importo nominale di 60 miliardi di euro.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In giugno e agli inizi di luglio oscillazioni ricorrenti nella propensione al rischio degli investitori hanno continuato a caratterizzare gli andamenti dei mercati obbligazionari internazionali. Il 7 luglio i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA si collocavano all'incirca ai livelli dei primi di giugno, mentre alcuni differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area si sono ulteriormente ampliati. Negli Stati Uniti i rendimenti delle obbligazioni pubbliche sono ulteriormente diminuiti nel periodo in rassegna. I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine dell'area dell'euro sono calati in giugno.

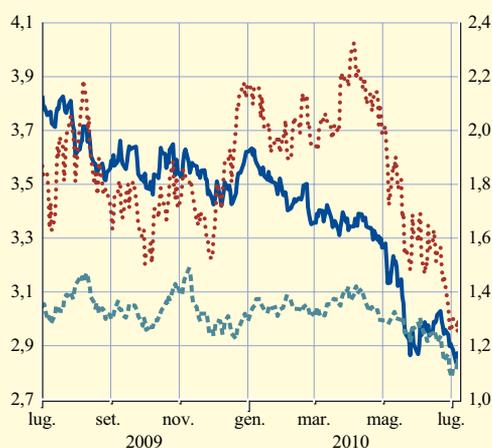
Fra gli inizi di giugno e il 7 luglio il livello dei rendimenti sui titoli di Stato a dieci anni con rating AAA nell'area dell'euro è rimasto, nel complesso, stabile intorno al 2,9 per cento, mentre quello dei corrispondenti titoli statunitensi è ulteriormente calato di 30 punti base, al 3,0 per cento (cfr. figura 12). Di conseguenza, il differenziale dei tassi di interesse nominali a dieci anni tra i titoli di Stato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto a 10 punti base.

In giugno e agli inizi di luglio l'andamento dei mercati obbligazionari internazionali ha continuato a riflettere le ripetute oscillazioni nella propensione al rischio degli investitori. Nell'arco di questo periodo i flussi di investimenti alla ricerca di impieghi sicuri (*flight to safety*) diretti verso

Figura 12 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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

- area dell'euro (scala di sinistra)
- Stati Uniti (scala di sinistra)
- Giappone (scala di destra)



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 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)

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

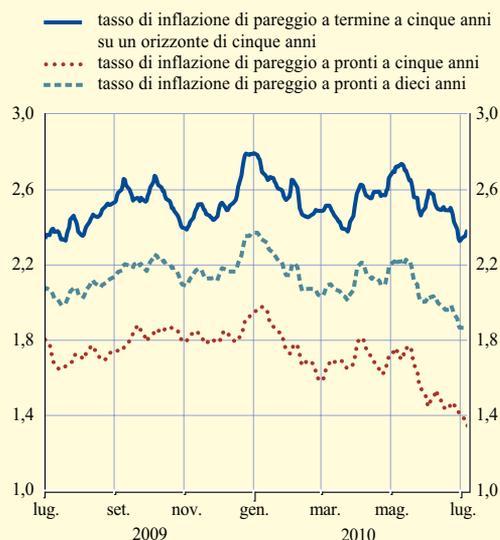
alcuni titoli di Stato hanno provocato episodi temporanei di volatilità dei rendimenti pubblici a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico. Nel complesso, tuttavia, l'incertezza degli operatori riguardo all'andamento di breve periodo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è leggermente diminuita a partire dagli inizi di giugno.

Nel periodo in rassegna i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono calati per effetto dei ricorrenti episodi di avversione al rischio degli investitori. Sebbene i timori di questi ultimi circa il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro siano parsi in certa misura recedere nel corso di giugno, preoccupazioni da parte del mercato sono emerse riguardo al vigore e alla sostenibilità della ripresa economica internazionale. In tale contesto, la pubblicazione di dati macroeconomici contrastanti sia per gli Stati Uniti sia per le altre principali economie – specie, nel caso degli Stati Uniti, la rinnovata debolezza del mercato delle abitazioni, la correzione al ribasso della crescita del primo trimestre 2010 e il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori – ha innescato brusche oscillazioni del clima di mercato, causando una certa volatilità nel livello dei rendimenti obbligazionari statunitensi a lungo termine. La dichiarazione rilasciata dal Federal Reserve System il 24 giugno, in cui si ribadiva che i tassi ufficiali sarebbero rimasti bassi per un periodo esteso di tempo, potrebbe anch'essa aver contribuito al minore livello di tali rendimenti obbligazionari.

I mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno continuato a risentire pesantemente delle notizie riguardo alle prospettive dei paesi dell'area che presentavano posizioni di bilancio pro-

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

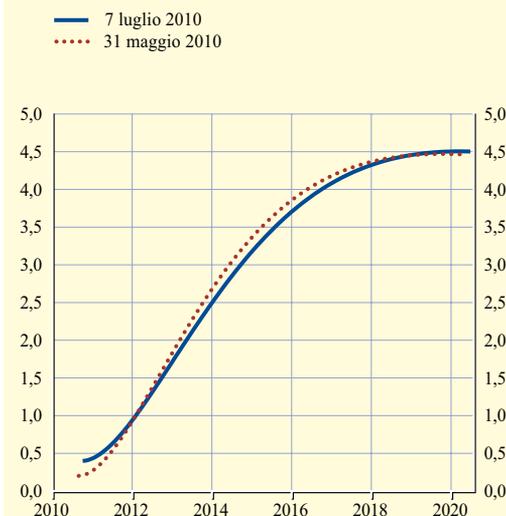
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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



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

blematiche. Sebbene i timori per il rischio sovrano siano parsi attenuarsi leggermente a seguito dell'annuncio del meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism*) e del Programma della BCE relativo ai mercati dei titoli (*Securities Markets Programme*) agli inizi di maggio (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 3 nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino), le preoccupazioni degli investitori hanno avuto il sopravvento. Malgrado l'inversione, in maggio, dei forti flussi diretti verso la sicurezza offerta dalle obbligazioni sovrane di elevata qualità dell'area dell'euro, i differenziali di alcuni titoli di Stato dell'area a dieci anni (rispetto alla Germania) sono tornati ad ampliarsi a partire da metà giugno, mentre gli sviluppi e il grado di inasprimento delle tensioni sono stati diversi da paese a paese.

I rendimenti dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni sono saliti di quasi 20 punti base, portandosi rispettivamente allo 0,5 e all'1,1 per cento il 7 luglio (cfr. figura 13). I rendimenti reali a termine impliciti a lunga scadenza sono a loro volta cresciuti di circa 20 punti base. Nel contempo gli indicatori finanziari delle aspettative di inflazione di medio-lungo periodo sono andati diminuendo a partire dagli inizi di giugno (cfr. figura 14). I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine (a cinque anni sull'orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro sono calati di circa 20 punti base, collocandosi il 7 luglio al 2,4 per cento. Benché sia probabile che gli effetti dei ricorrenti flussi di investimento alla ricerca della sicurezza offerta dalle obbligazioni pubbliche continuino a influenzare il calcolo di tali tassi, il calo dei tassi a termine a lunga scadenza degli *swap* sull'inflazione (scesi al 2,2 per cento circa) indica a sua volta che le aspettative di inflazione nell'area dell'euro restano fermamente ancorate.

Le aspettative degli investitori circa l'andamento futuro dei tassi di interesse a breve termine nell'area dell'euro non hanno subito modifiche di rilievo rispetto a fine maggio; la curva dei tassi di interesse *overnight* a termine impliciti per i titoli di Stato dell'area è rimasta sostanzialmente invariata fra gli inizi di giugno e il 7 luglio (cfr. figura 15).

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In maggio la maggior parte dei tassi di interesse delle IFM sui prestiti è lievemente calata, approssimandosi ai minimi storici o registrandone di nuovi, sia per le famiglie sia per le società non finanziarie, nonché su quasi tutte le scadenze. Nel complesso, il processo di trasmissione delle passate riduzioni dei tassi di riferimento della BCE ai clienti bancari è sostanzialmente completo.

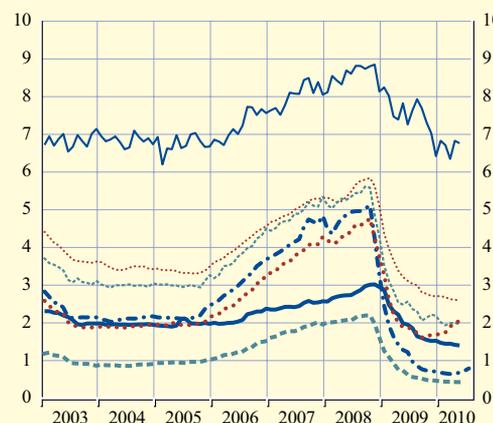
In maggio i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai depositi sono rimasti sostanzialmente invariati. Gli andamenti dei tassi sui prestiti sono stati eterogenei, ma hanno evidenziato variazioni solo marginali rispetto al mese precedente: gran parte dei tassi a breve sui prestiti alle famiglie è diminuita, mentre i tassi sui prestiti alle società non finanziarie sono aumentati leggermente o non hanno subito modifiche (cfr. figura 16). Più precisamente, i tassi medi sugli scoperti di conto concessi alle famiglie sono rimasti immutati all'8,8 per cento, mentre quelli a breve sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato la loro tendenza al ribasso (con un calo di 4 punti base, al 2,6 per cento), raggiungendo un minimo storico. I tassi a breve termine sul credito al consumo, generalmente più volatili, non hanno subito variazioni di rilievo, collocandosi al 6,8 per cento. Quanto alle società non finanziarie, i tassi bancari sugli scoperti di conto sono rimasti invariati al 4,0 per cento, mentre quelli a breve termine sui prestiti di piccola entità (inferiori a 1 milione di euro) sono cresciuti di 6 punti base rispetto al minimo storico del 3,3 per cento. I tassi sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) sono rimasti al 2,0 per cento. Dal momento che l'Euribor è aumentato di 4 punti base in maggio, i differenziali fra, da un lato, i tassi applicati dalle IFM ai prestiti a breve alle famiglie e a quelli di grande entità alle società finanziarie e, dall'altro lato, il tasso del mercato monetario a tre mesi si sono leggermente ristretti (cfr. figura 17).

In una prospettiva di più lungo periodo, a partire dall'inizio del ciclo di allentamento di politica monetaria, avviato nel settembre 2008 e completato nel maggio 2009, i tassi di interesse a breve termine sia sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, sia su quelli alle società non finanziarie, sono diminuiti rispettivamente di 322 e 350 punti base, contro un calo di 433

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)

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

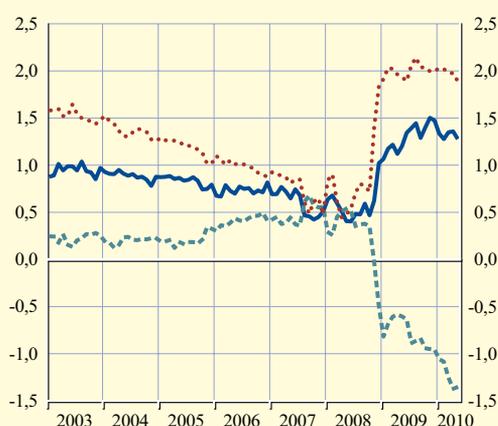


Fonte: BCE.

Figura 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)

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno



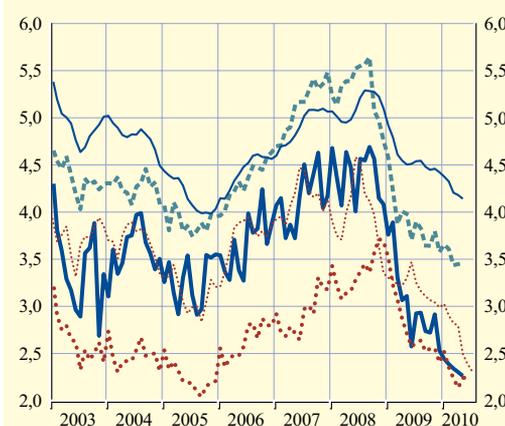
Fonte: BCE.

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

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)

- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni
- - - - prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- rendimenti sui titoli di Stato a sette anni



Fonte: BCE.

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, in maggio i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine delle famiglie sono aumentati, mentre la maggior parte di quelli sui prestiti a più lunga scadenza alle famiglie e alle società non finanziarie è diminuita (cfr. figura 18). In particolare, i tassi di interesse sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso da 5 a 10 anni sono scesi di 4 punti base al 4,1 per cento, mentre i tassi sui mutui con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a 10 anni sono calati di 11 punti base, al 4,0 per cento. I tassi medi sui prestiti di piccola entità alle società non finanziarie con periodo di determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni e superiore ai 5 anni si sono leggermente ridotti, collocandosi rispettivamente al 4,1 e 3,9 per cento. I tassi medi sui prestiti di grande entità sono invece aumentati di 9 punti base, al 2,8 per cento, nel caso dei prestiti con determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni, mentre sono calati di 3 punti base, al 3,4 per cento, nel caso dei prestiti con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a 5 anni.

In una prospettiva di più lungo periodo, dal settembre 2008 le banche dell'area dell'euro hanno modificato i propri tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie pressoché in linea con il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Per contro, i tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie non sono diminuiti in pari misura, rispecchiando una trasmissione più lenta e incompleta per le famiglie, ma anche accresciuti timori riguardo al rischio di credito in alcune zone dell'area dell'euro.

I recenti andamenti dei differenziali di tasso di interesse su prestiti e depositi in essere indicano il miglioramento della redditività delle banche dell'area dell'euro. Questi margini hanno segnato una ripresa rispetto alla prima parte del 2009, contribuendo così al recupero della redditività delle banche dell'area osservata a partire dalla seconda metà del 2009.

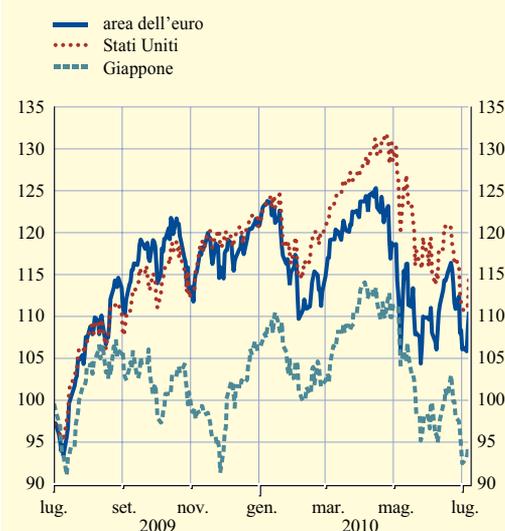
2.6 MERCATI AZIONARI

La volatilità nei mercati azionari è rimasta elevata in giugno e agli inizi di luglio. I timori degli investitori per la situazione dei conti pubblici nell'area dell'euro e per l'effettiva consistenza della ripresa economica mondiale hanno continuato a pesare sui mercati azionari. Di conseguenza, i principali indici azionari hanno registrato oscillazioni significative, per poi chiudere il periodo in rassegna su livelli analoghi o inferiori a quelli di fine maggio. L'incertezza degli investitori circa gli andamenti dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è lievemente calata nel periodo.

A partire dalla fine di maggio il clima di mercato ha continuato a essere volatile, determinando nel periodo in esame variazioni giornaliere significative nei mercati azionari internazionali. Il 7 luglio l'indice Dow Jones Euro Stoxx era sostanzialmente invariato rispetto al livello di fine maggio, mentre l'indice Standard & Poors 500 ha perso circa il 3 per cento (cfr. figura 19). Durante lo stesso periodo, le quotazioni azionarie giapponesi, misurate sull'indice Nikkei 225, sono calate di circa il 4 per cento, risentendo fra l'altro della pubblicazione di alcuni dati economici negativi nel corso di giugno.

Figura 19 Indici dei corsi azionari

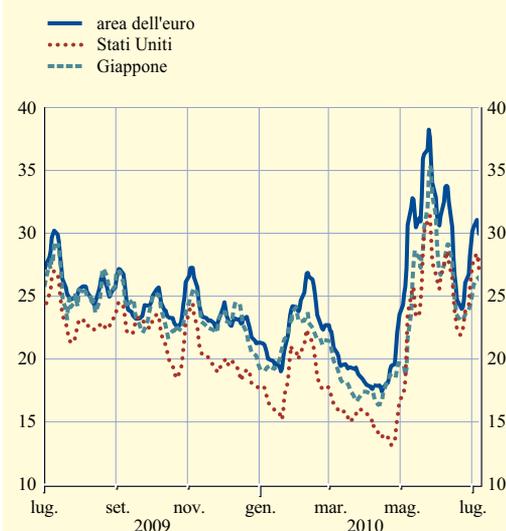
(indice: 1° luglio 2009 = 100; dati giornalieri)



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

Figura 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.

I timori circa la situazione dei conti pubblici nell'area dell'euro e il settore finanziario, nonché sulla consistenza della ripresa economica in atto, hanno continuato a pesare sui mercati azionari. L'incertezza degli investitori riguardo all'andamento di questi ultimi, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta a livelli elevati ma è calata lievemente nel periodo in esame (cfr. figura 20).

L'inizio del periodo in rassegna è stato invece caratterizzato da una timida ripresa dei mercati azionari internazionali, dopo l'ondata di vendite di maggio. Tale ripresa è stata trainata principalmente dai titoli finanziari, in particolare del settore bancario, che più avevano sofferto in maggio. Essa si è tuttavia rivelata temporanea, interrompendosi allorché sono riemerse le preoccupazioni dei mercati riguardo alla situazione delle finanze pubbliche di alcuni paesi dell'area dell'euro e alla sostenibilità della ripresa economica internazionale. In tale contesto, la pubblicazione di dati macroeconomici contrastanti sull'economia statunitense in giugno – in particolare la rinnovata debolezza del mercato delle abitazioni, la correzione al ribasso della crescita per il primo trimestre 2010 e il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori – ha provocato alcuni ribassi significativi negli Stati Uniti e negli altri principali mercati azionari.

I rialzi dei principali indici dei mercati azionari dell'area dell'euro osservati agli inizi del periodo in esame sono stati anch'essi trainati dal recupero dei titoli finanziari. I timori riguardo all'accresciuto ricorso fatto dalle banche di alcuni paesi dell'area al finanziamento della BCE si sono tuttavia intensificati in vista della scadenza, il 1° luglio, dell'operazione di rifinanziamento a dodici mesi dell'Eurosistema e hanno pesato sull'andamento dei titoli finanziari. Inoltre, anche l'aumento dell'incertezza riguardo alla crescita futura, considerati i programmi di austerità fiscale varati di recente in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, sembra aver prodotto un impatto negativo sui mercati azionari dell'area. Al riguardo, i dati relativamente deboli di alcuni indicatori del clima di fiducia pubblicati in giugno hanno ulteriormente aumentato la volatilità.

Malgrado il clima di mercato rimanga instabile, il graduale aggiustamento al rialzo degli utili effettivi ha continuato a sostenere le quotazioni azionarie. Per le società dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, il tasso annuo di variazione degli utili effettivi era ancora negativo in giugno (al -4 per cento, nonostante un miglioramento rispetto al -10 per cento di maggio). Per quanto concerne le prospettive per gli utili, le aspettative degli analisti riguardo alla crescita degli utili per azione nell'arco dei 12 mesi successivi e quelle relative al più lungo periodo sono rimaste sostanzialmente invariate al 25 e al 13 per cento rispettivamente.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe scesa all'1,4 per cento in giugno, dall'1,6 in maggio. Nei prossimi mesi ci si attende che i tassi di inflazione mostrino ulteriori episodi di volatilità e la tendenza a un lieve aumento nel prosieguo dell'anno. In prospettiva, nel 2011 l'inflazione dovrebbe rimanere nel complesso moderata, grazie alle modeste pressioni interne sui prezzi. I rischi per le prospettive sui prezzi sono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC sarebbe scesa all'1,4 per cento in giugno, dall'1,6 in maggio (cfr. tavola 4). Le stime ufficiali sulla scomposizione dell'indice per giugno non sono ancora disponibili, ma la flessione sarebbe in parte ascrivibile a un lieve effetto base.

Fra aprile e maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC totale è aumentato leggermente, di 0,1 punti percentuali. Tutte le principali componenti dell'indice, ad eccezione degli alimentari freschi, hanno registrato un'accelerazione (cfr. tavola 4). Nello stesso arco di tempo la variazione tendenziale della componente energetica è aumentata lievemente, al 9,2 per cento, soprattutto a seguito dell'andamento delle voci collegate al petrolio (combustibili liquidi per il riscaldamento delle abitazioni e il trasporto di persone), che hanno registrato un ulteriore incremento dei prezzi sul mese precedente a causa degli effetti ritardati dei rincari petroliferi all'inizio di maggio.

In maggio il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari totali (inclusi alcolici e tabacchi) è rimasto positivo, allo 0,7 per cento, per il terzo mese consecutivo. Riguardo alle singole voci, l'inflazione degli alimentari freschi è diminuita rispetto al mese precedente, pur rimanendo positiva, principalmente a causa di una contrazione dei prezzi della verdura. Fra aprile e maggio la dinamica dei prezzi degli alimentari freschi è calata di 0,3 punti percentuali, allo 0,4 per cento. L'accelerazione dei prezzi degli alimentari trasformati, la cui variazione tendenziale è aumentata dallo 0,6 allo 0,9 per cento fra aprile e maggio, è stata determinata soprattutto da un effetto base al rialzo e dai recenti rincari del tabacco.

Tavola 4 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2010 gen.	2010 feb.	2010 mar.	2010 apr.	2010 mag.	2010 giu.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	3,3	0,3	1,0	0,9	1,4	1,5	1,6	1,4
Beni energetici	10,3	-8,1	4,0	3,3	7,2	9,1	9,2	.
Alimentari non trasformati	3,5	0,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,7	0,4	.
Alimentari trasformati	6,1	1,1	0,6	0,6	0,5	0,6	0,9	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	.
Servizi	2,6	2,0	1,4	1,3	1,6	1,2	1,3	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	6,1	-5,1	-1,0	-0,4	0,9	2,8	3,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	65,9	44,6	54,0	54,5	59,1	64,0	61,6	62,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	2,0	-18,5	27,3	25,4	34,5	51,9	52,1	50,5

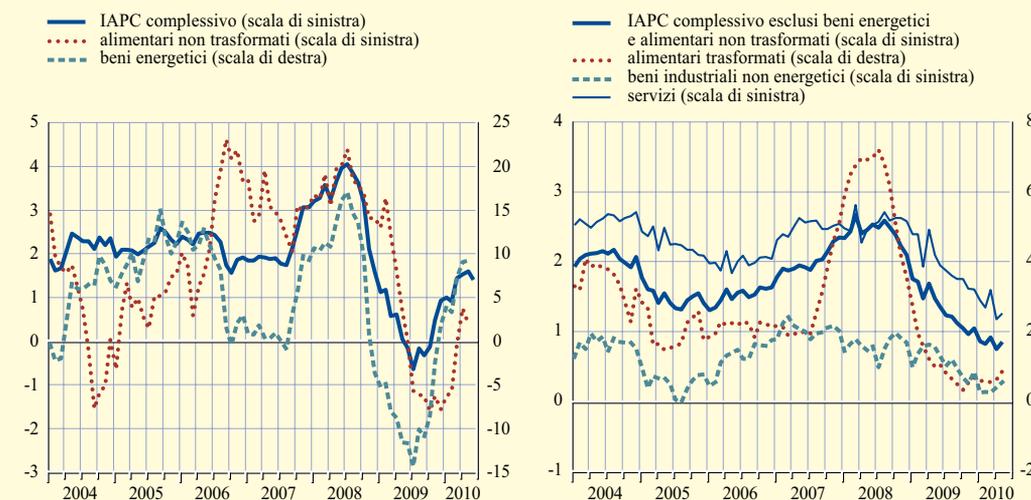
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche è ponderato in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

1) Il dato sullo IAPC di giugno 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.

Al netto di tutte le voci delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta invariata allo 0,8 per cento fra aprile e maggio, per effetto della sostanziale stabilità dell'inflazione dei servizi e dei beni industriali non energetici. La dinamica dei prezzi di questi ultimi è aumentata lievemente allo 0,3 per cento in maggio, dallo 0,2 in aprile, a seguito dei lievi rialzi di alcune voci, come i prodotti farmaceutici e i gioielli. In maggio la dinamica dei prezzi nei servizi è aumentata leggermente (0,1 punti percentuali) all'1,3 per cento, a fronte del livello minimo osservato in aprile. Tale accelerazione è riconducibile soprattutto alla componente delle vacanze organizzate e, in una certa misura, potrebbe essere conseguente a effetti di calendario. Questo contributo positivo è stato compensato in parte dall'andamento dei prezzi di altri servizi, in prevalenza quelli connessi alle comunicazioni.

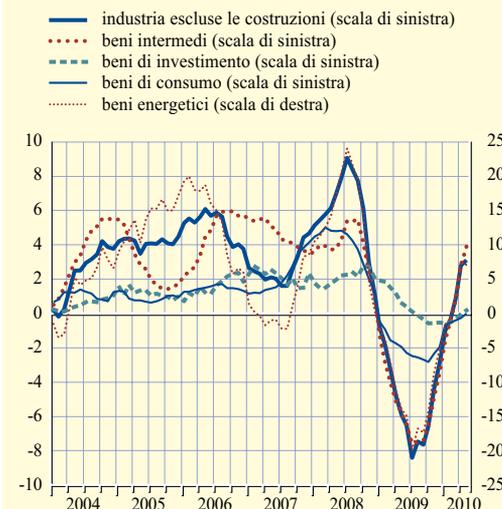
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Negli ultimi mesi il tasso di variazione dei prezzi alla produzione nell'industria è entrato in territorio positivo. Fra aprile e maggio è aumentato (al netto delle costruzioni) dal 2,8 al 3,1 per cento; tale incremento è stato determinato dall'accelerazione di tutte le componenti a seguito dei rincari delle materie prime, salvo i beni energetici, che hanno risentito di un effetto base al ribasso (cfr. figura 22).

Anche gli andamenti di alcuni indicatori derivanti dalle indagini presso le imprese segnalano spinte al rialzo sui prezzi (cfr. figura 23). Per quanto concerne l'indice dei responsabili degli acquisti, l'indice dei prezzi degli *input* per il settore manifatturiero è diminuito leggermente fra maggio e giugno, pur rimanendo nettamente al di sopra del valore soglia di 50, che indica un incremento dei prezzi. In giugno l'indice dei prezzi praticati in questo settore è aumentato lievemente, mentre quelli dei prezzi di vendita e degli *input* nei servizi sono rimasti sostanzialmente invariati. L'indice dei prezzi di vendita è rimasto al di sotto del valore soglia di 50, segnalando una flessione dei prezzi in questo settore. Nel complesso, questi indicatori sembrano suggerire che le imprese incontrano qualche difficoltà nel trasferire ai consumatori i rincari degli *input*.

Figura 22 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 23 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: Markit.

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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

I più recenti indicatori del costo del lavoro segnalano che il tasso di crescita sui dodici mesi si è sostanzialmente stabilizzato nel primo trimestre del 2010 (cfr. figura 24 e tavola 5). Come discusso nel riquadro 1, le discrepanze fra le dinamiche dei vari indicatori del costo del lavoro sono riconducibili in parte all'andamento delle ore lavorate.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è sceso all'1,7 per cento nel primo trimestre del 2010, dal 2,2 del trimestre precedente. Questo rallentamento ha interessato diversi paesi nell'area dell'euro, a conferma che l'incremento delle retribuzioni contrattuali ha mantenuto l'andamento flettente registrato dagli inizi del 2009. Le informazioni disponibili suggeriscono che la dinamica relativamente moderata di tali retribuzioni nel primo trimestre si è protratta nel secondo, in linea con le deboli condizioni del mercato del lavoro.

Tavola 5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	3,3	2,7	3,2	2,8	2,4	2,2	1,7
Costo orario complessivo del lavoro	3,5	2,7	3,1	3,3	2,6	1,7	2,1
Redditi per occupato	3,1	1,5	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	-0,2	-2,3	-3,9	-3,1	-1,9	0,0	1,9
Costo del lavoro per unità di prodotto	3,3	3,9	5,9	4,7	3,5	1,3	-0,5

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

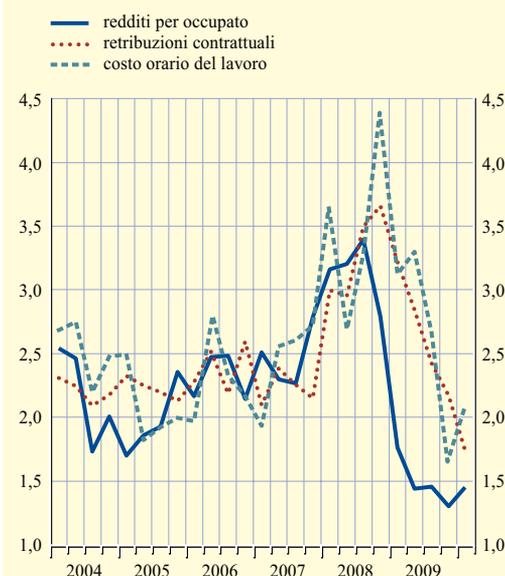
Nel primo trimestre del 2010 il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è aumentato leggermente al 2,1 per cento, dall'1,7 nel trimestre precedente. Tale incremento può essere considerato come una normalizzazione del brusco calo registrato nell'ultimo trimestre del 2009, quando la dinamica di questo indicatore era scesa di 0,9 punti percentuali. Nonostante la lieve accelerazione nel primo trimestre, il costo orario del lavoro è rimasto su un livello prossimo ai minimi storici osservati nel 2005. A tale accelerazione ha contribuito soprattutto il settore industriale, la cui dinamica è aumentata all'1,8 per cento, con un incremento di 1,2 punti percentuali rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 25).

Nel primo trimestre del 2010 la crescita dei redditi per occupato è aumentata leggermente all'1,5 per cento, dall'1,3 nel trimestre precedente. L'accelerazione delle retribuzioni contrattuali rispetto alla dinamica dei redditi per occupato nel primo trimestre indica che l'inerzia salariale nell'area dell'euro è ancora negativa.

L'incremento sostanzialmente stabile dei redditi per occupato, unitamente a un ulteriore consistente miglioramento della produttività, entrambi misurati su base pro capite, hanno indotto una ulteriore

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

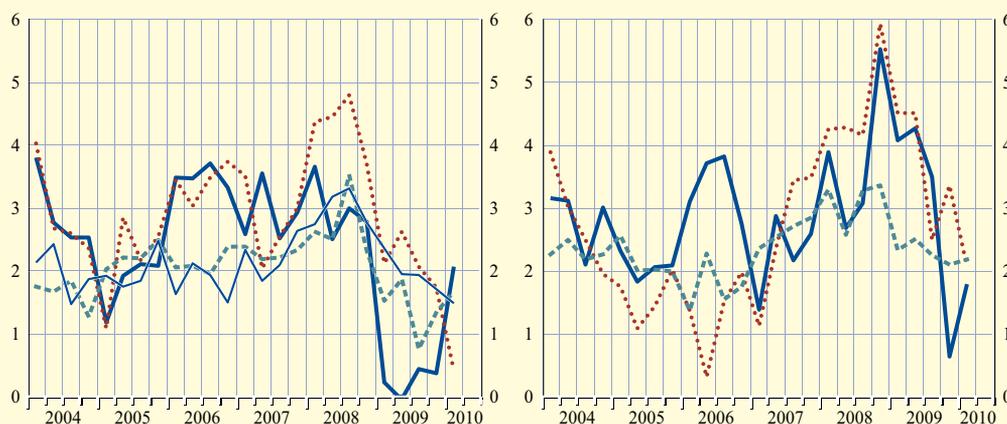
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

Redditi per occupato

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

Indice del costo orario del lavoro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

marcata decelerazione del costo orario del lavoro. Nel primo trimestre del 2010 la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è diventata negativa (-0,5 per cento), segnando un calo rispetto all'incremento dell'1,3 per cento nel trimestre precedente e una forte contrazione rispetto al valore massimo di quasi il 6 per cento raggiunto nel primo trimestre del 2009.

Riquadro I

NUOVE SERIE STATISTICHE RELATIVE ALLE ORE LAVORATE, ALLA PRODUTTIVITÀ E AL COSTO DEL LAVORO PER L'AREA DELL'EURO

Con la pubblicazione dei dati di contabilità nazionale sull'occupazione il 15 marzo 2010, l'Eurostat, in collaborazione con gli uffici statistici nazionali dell'UE, ha introdotto serie trimestrali delle ore lavorate per l'area dell'euro. Si tratta di un lungamente atteso considerevole miglioramento della disponibilità di dati. La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile è stata modificata per riportare le nuove serie ¹⁾.

Definizione, copertura, tempistica e disponibilità

La serie sulle ore lavorate sono una parte obbligatoria del programma di trasmissione dei dati di contabilità nazionale e sarà regolarmente pubblicata dall'Eurostat, congiuntamente alla divulgazione dei dati di contabilità nazionale sull'occupazione, 75 giorni dopo il trimestre di riferimento ²⁾. Questi dati seguono le definizioni armonizzate del SEC 95 per le ore lavorate effettive. In conformità agli standard dell'Organizzazione internazionale del lavoro, le "ore effettive" fanno riferimento all'insieme delle ore passate al lavoro, compresi gli straordinari e i periodi di inattività per una temporanea carenza di lavoro oppure per guasto ai macchinari, escluse però tutte le ore pagate ma non lavorate, come ferie o assenze per malattia.

I dati sulle ore lavorate sono disponibili per l'intera economia su base trimestrale dal primo trimestre del 2000. Le serie per l'area dell'euro sono ottenute con una copertura nazionale del 95 per cento, ad esclusione di Grecia, Lussemburgo, Malta e in parte Belgio (sono disponibili solo dati sui dipendenti). Inoltre, questi dati sono disponibili per la scomposizione nelle principali branche dell'attività economica ³⁾ e per status occupazionale (lavoratori dipendenti e autonomi).

Indicatori derivati sulla base delle ore lavorate

Le nuove serie consentono la compilazione di stime della retribuzione oraria e della produttività per ora lavorata. I dati sulla retribuzione oraria sono prodotti in aggiunta all'indice esistente del costo del lavoro (ICL) pubblicato dall'Eurostat, che è disponibile anche su base oraria. Quanto alle principali differenze fra queste serie, i dati sulla retribuzione oraria riguardano l'intera economia, mentre i dati dell'ICL attualmente non coprono i settori dell'agricoltura, dell'amministrazione pubblica, dell'istruzione, della sanità e di altri servizi non classificati altrove. Di conseguenza, è probabile che i due indicatori divergano quando gli andamenti in questi comparti si differenziano da quelli del resto dell'economia. Un esempio in proposito è l'impatto (al rialzo) più incisivo sull'ICL che sulla retribuzione oraria aggregata (per l'intera

1) Cfr. tavole 5.1.4, 5.3.2 e 5.3.3 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

2) Regolamento (CE) n. 1392/2007 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007.

3) Ulteriori scomposizioni dell'attività dettagliate a livello delle sezioni NACE Rev. 2 sono disponibili con frequenza annuale.

economia) derivante dalla riduzione delle ore lavorate durante la recente recessione, verificatasi principalmente nel settore industriale⁴⁾. Tuttavia, sebbene la sua tempestività sia simile a quella dei dati sulle ore lavorate e sulla retribuzione complessiva, l'ICL fornisce al momento della pubblicazione anche prime informazioni sugli andamenti per settore (sezioni della NACE Rev. 2⁵⁾) e sulle componenti dell'attività economica (salari e stipendi, contributi previdenziali dei dipendenti). La scomposizione delle retribuzioni per attività economica ricavata dai conti nazionali e pertanto la rispettiva scomposizione della retribuzione oraria si rendono disponibili soltanto dopo almeno due settimane.

Indicatori del costo del lavoro: andamenti per numero di occupati e per numero di ore lavorate a confronto

(totale dell'economia; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.
Reddito per occupato (lavoratori dipendenti)	3,2	3,2	3,4	2,8	1,8	1,4	1,5	1,3	1,5
Produttività per occupato (occupazione totale)	0,7	0,2	-0,2	-1,8	-3,9	-3,1	-1,9	0,0	1,9
Reddito orario (lavoratori dipendenti)	3,0	2,8	3,3	3,2	3,7	3,5	3,1	2,1	0,7
Produttività oraria (occupazione totale)	0,5	0,0	-0,1	-1,4	-2,1	-1,4	-0,6	0,5	1,3
Ore lavorate per occupato (lavoratori dipendenti)	0,2	0,4	0,1	-0,4	-1,9	-2,0	-1,6	-0,7	0,7
Costo orario del lavoro	2,5	3,0	3,6	4,7	5,9	4,7	3,5	1,3	-0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La combinazione delle informazioni sulla retribuzione oraria e sulla produttività per ora lavorata consente una scomposizione più dettagliata del costo del lavoro per unità di prodotto di quanto le stime avessero finora permesso sulla base della produttività e della retribuzione pro capite⁶⁾. Tale analisi è particolarmente interessante nella situazione attuale e nel valutare l'andamento del mercato del lavoro durante la recente recessione. La tavola mostra la recente dinamica delle retribuzioni e della produttività su base sia pro capite sia oraria, nonché l'andamento delle ore lavorate pro capite: tutti questi dati sono calcolati per l'economia nel suo complesso. A seguito del brusco calo delle ore lavorate pro capite, iniziato nel quarto trimestre del 2008, la produttività è diminuita in misura maggiore su base pro capite che per ora lavorata. Allo stesso tempo, la crescita della retribuzione pro capite si è ridotta a causa della flessione delle ore lavorate, mentre l'aumento della retribuzione oraria ha reagito con un maggiore sfasamento temporale al rallentamento dell'economia⁷⁾. I dati più recenti suggeriscono che la riduzione delle ore lavorate pro capite sta iniziando a subire un'inversione, sostenendo la ripresa della produttività pro capite.

Nel complesso, le nuove serie consentono di comprendere in maniera nettamente migliore l'evoluzione del mercato del lavoro e integrano la gamma degli indicatori rilevanti a tal fine. Nel con-

4) Cfr. le tavole 5.1.4 e 5.1.5 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

5) Singole sezioni per industria (NACE Rev. 2, sezioni da B a E), costruzioni (NACE Rev. 2, sezione F) e servizi (NACE Rev. 2, sezioni da G a N).

6) I due calcoli della crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto, basati sulle definizioni pro capite e per ora lavorata, dovrebbero in linea di principio fornire il medesimo risultato, in quanto riflettono gli andamenti dei costi per ottenere una unità di prodotto. Tuttavia, per effetto dell'impiego misto dei dati per occupati e per l'occupazione complessiva in entrambi i casi (come figura anche nella tavola), si possono avere modeste differenze. Queste sono dell'ordine di 0,1 punti percentuali e sono quindi considerate insignificanti. Per ragioni di continuità, la BCE continuerà a riportare l'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto sulla base della definizione pro capite.

7) Per maggiori dettagli sugli aggiustamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro durante la recente crisi, cfr. l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino e il riquadro 8 *La dinamica salariale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti durante la recente contrazione dell'economia: un'analisi comparativa* nel numero di maggio 2010 di questo Bollettino.

testo della sua analisi economica, la BCE tiene sotto osservazione l'intera serie di indicatori del mercato del lavoro, come strumento di verifica incrociata di tutte le informazioni disponibili al riguardo: ciascun indicatore presenta vantaggi specifici e chiarisce aspetti diversi della dinamica dell'occupazione, dei salari e della produttività.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi ci si attende che i tassi di crescita sui dodici mesi dello IAPC mostrino ulteriori episodi di volatilità e la tendenza a un lieve aumento nel prosieguo dell'anno. Su un orizzonte più lungo, nel 2011 i tassi di inflazione si dovrebbero mantenere nel complesso moderati grazie alle modeste pressioni interne sui prezzi.

I rischi per le prospettive dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati. Nel medio periodo i rischi al rialzo sono connessi soprattutto all'evoluzione dei corsi 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. Al tempo stesso, i rischi per gli andamenti interni dei prezzi e dei costi risultano contenuti.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

L'attività economica nell'area dell'euro è in espansione dalla metà del 2009. In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2010 il PIL dell'area dell'euro è aumentato in termini reali dello 0,2 per cento. Gli ultimi dati confermano le aspettative precedenti secondo le quali si è avuto un rafforzamento dell'attività economica in primavera.

In prospettiva, ci si attende che la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro segua un ritmo moderato e discontinuo tra paesi e settori. La ripresa in atto a livello mondiale, nonché l'orientamento accomodante della politica monetaria e le misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario dovrebbero sostenere l'economia dell'area. Tuttavia, il processo di risanamento dei bilanci e le prospettive per il mercato del lavoro frenerebbero il ritmo della ripresa. I rischi per le prospettive economiche sono giudicati sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza.

4.1 I COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

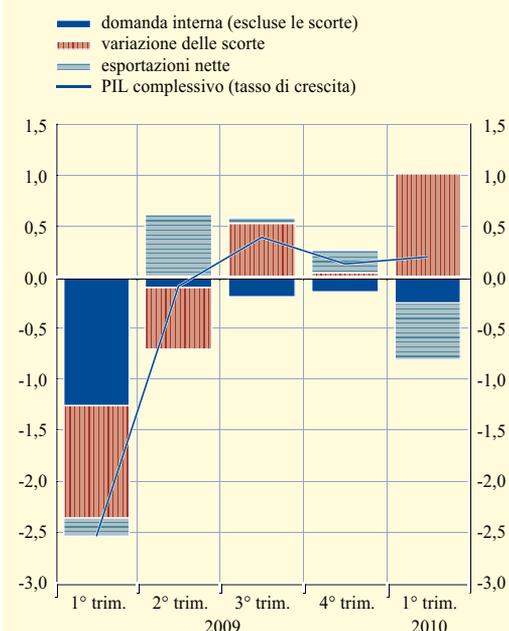
Dalla metà del 2009 l'economia dell'area dell'euro ha registrato una moderata espansione, dopo cinque trimestri consecutivi di contrazione del PIL. In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2010 il PIL dell'area dell'euro è aumentato in termini reali dello 0,2 per cento sul trimestre precedente, a fronte di un incremento dello 0,1 nel periodo precedente (cfr. figura 26). Gli indicatori disponibili suggeriscono un rafforzamento dell'attività economica in primavera.

Nel primo trimestre del 2010 la crescita in termini reali del PIL è stata determinata da un contributo positivo delle variazioni delle scorte, pari a 1,0 punti percentuali, che ha più che compensato il contributo negativo di 0,3 punti della domanda interna al netto delle scorte. Quest'ultimo dato ha rispecchiato la riduzione dei consumi privati e degli investimenti, mentre sono aumentati i consumi delle amministrazioni pubbliche. Quanto ai flussi commerciali, nonostante la vivace crescita delle esportazioni sulla scia della marcata ripresa dell'economia mondiale, il contributo dell'interscambio netto all'espansione in termini reali del PIL è stato negativo perché le importazioni sono aumentate più delle esportazioni.

Per quanto riguarda le componenti della domanda interna, nel primo trimestre del 2010 i consumi privati sono lievemente diminuiti rispetto periodo precedente, dopo essere moderatamente aumentati nel quarto trimestre del 2009. Gli indicatori disponibili suggeriscono che la spesa per consumi è rimasta modesta anche nel secondo trimestre del 2010. I dati relativi alle vendite al dettaglio in aprile e maggio indicano che nel secondo trimestre dell'anno

Figura 26 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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

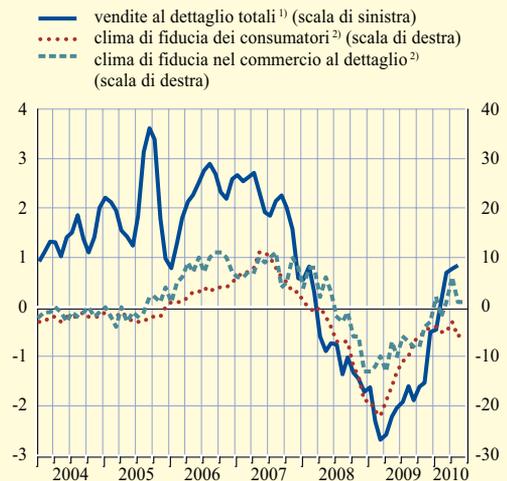


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

il tasso di crescita delle spese per consumi sul trimestre precedente sarà negativo con ogni probabilità (cfr. figura 27). La flessione attesa è ancora maggiore se si comprendono le immatricolazioni di autovetture, che sono diminuite in aprile e maggio. Questi dati confermano che l'impatto degli incentivi alla rottamazione degli autoveicoli è venuto meno e che la recente crescita delle immatricolazioni sta registrando un'inversione di tendenza. La fiducia dei consumatori, che ha evidenziato un andamento crescente nel 2009, ha registrato una variazione solo marginale nei primi sei mesi del 2010 ed è rimasta su livelli inferiori alla sua media di lungo periodo. Secondo l'indagine presso i consumatori condotta dalla Commissione europea, sono state modeste anche le intenzioni d'acquisto di beni di maggiore entità, che costituiscono un indicatore dei consumi programmati di beni durevoli. L'andamento è in linea con le esperienze passate di risanamento durante una ripresa economica (cfr. il riquadro *La spesa delle famiglie per l'acquisto di beni durevoli durante l'ultima recessione*).

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.

Nota: a partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.

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

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e centrati rispetto alla media.

Riquadro 2

LA SPESA DELLE FAMIGLIE PER L'ACQUISTO DI BENI DUREVOLI DURANTE L'ULTIMA RECESSIONE

Il presente riquadro prende in esame gli andamenti dei consumi delle famiglie, analizzando e mettendo a confronto la spesa per beni durevoli con quella per servizi e beni non durevoli. Un'analisi separata delle due tipologie di spesa può essere utile, poiché queste seguono dinamiche verosimilmente distinte e le loro determinanti possono esercitare effetti di intensità differente. I beni durevoli tendono per loro natura a durare nel tempo e possono essere utilizzati ripetutamente, fornendo ai consumatori un flusso di servizi per diversi anni. Ciò vuol dire che hanno alcuni attributi in comune con le attività. Le famiglie decidono dell'acquisto di un bene durevole in modo analogo alle imprese che valutano un possibile investimento. Mentre queste ultime soppesano il costo dell'acquisto di un'unità aggiuntiva di capitale a fronte del valore corrente del reddito futuro atteso, i consumatori valutano il costo di un bene durevole aggiuntivo alla luce dei vantaggi derivanti dal flusso di servizi originato dal bene o dal reddito risparmiato.

Come implicazione fondamentale, gli acquisti di beni durevoli da parte delle famiglie subiscono oscillazioni probabilmente più ampie di quelli di servizi e beni non durevoli. È ad esempio verosimile che un calo dei redditi attesi nel corso dell'intera vita induca le famiglie a moderare i consumi e che l'adeguamento alle nuove condizioni determini una flessione temporanea di questi ultimi. Per i servizi e i beni non durevoli, tale adeguamento può risultare relativamente veloce in

quanto i consumatori modificano i comportamenti di acquisto alla luce del nuovo reddito atteso. Nel caso dei servizi e dei beni durevoli, tuttavia, esso richiede un aggiustamento dello stock disponibile e non semplicemente del flusso di servizi che ne deriva. È possibile che, per portare lo stock complessivo di beni durevoli al livello desiderato, le famiglie debbano procedere a una correzione più brusca del flusso di acquisti.

Andamenti recenti del consumo di beni durevoli da parte delle famiglie

Dato il livello relativamente basso e disomogeneo di copertura dei singoli paesi, Eurostat non pubblica una scomposizione dei consumi privati dell'area dell'euro in beni durevoli e non durevoli. Per fornirne un quadro, sono stati approssimati gli aggregati dell'area dell'euro utilizzando le statistiche nazionali disponibili. La copertura è pari all'80 per cento dell'area negli anni recenti, ma più limitata nei periodi precedenti.

Negli ultimi tre decenni il livello relativo della spesa delle famiglie per beni durevoli rispetto a quella per beni non durevoli ha oscillato in misura piuttosto significativa, evidenziando di norma un profilo prociclico (cfr. figura A). Durante gli anni precedenti l'ultima recessione nell'area dell'euro, gli acquisti di beni durevoli (e semidurevoli) hanno mostrato una dinamica particolarmente vivace¹⁾. Il rapporto tra consumi durevoli e non durevoli nell'area è salito rapidamente dalla fine del 2003: tra il 2005 e il 2007 la crescita complessiva dei consumi è stata di fatto riconducibile per circa il 40 per cento agli acquisti di beni durevoli, anche se in media questi ultimi costituiscono approssimativamente appena un quinto della spesa totale delle famiglie (cfr. figura B).

Figura A Rapporto fra consumi di beni durevoli e consumi di beni non durevoli e crescita in termini reali del PIL

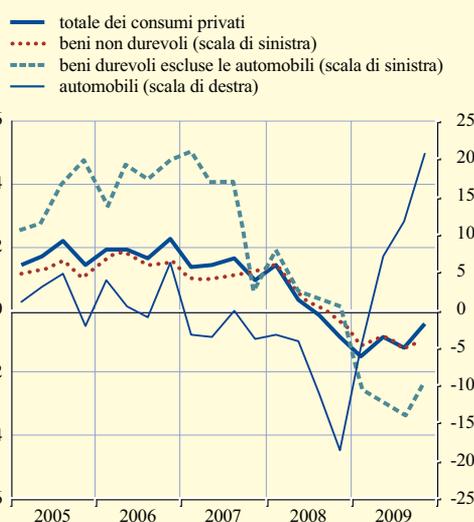
(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Componenti dei consumi privati

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) L'analisi considera i beni durevoli e semidurevoli come una categoria unica

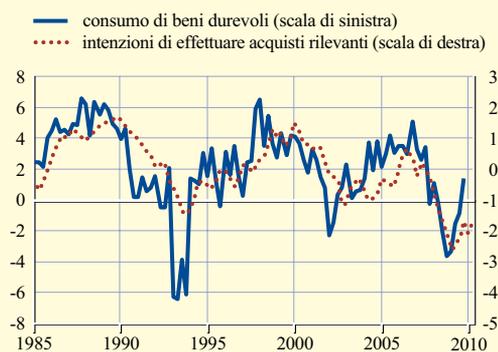
Dagli inizi dell'ultima recessione la spesa delle famiglie per beni durevoli è diminuita rapidamente. La correzione è stata riconducibile in un primo momento agli acquisti di autovetture, che verso la fine del 2008 hanno subito un brusco calo ma che successivamente si sono in parte ripresi con l'introduzione di incentivi fiscali all'acquisto di nuovi veicoli. I consumi degli altri beni durevoli hanno invece continuato a scendere velocemente nel 2009.

Le prospettive per i consumi di beni durevoli

Nei precedenti episodi di congiuntura negativa l'adeguamento dello stock di beni durevoli delle famiglie sarebbe stato piuttosto lento malgrado le pronunciate oscillazioni del tasso di variazione degli acquisti, in presenza di un ristagno dei consumi di beni durevoli abbastanza persistente (e di una notevole flessione del rapporto tra consumi durevoli e non durevoli, cfr. figura A). Benché sia difficile prevedere con una certa sicurezza l'evoluzione dei consumi di beni durevoli, le modalità di aggiustamento osservate in passato ne segnalano un'ulteriore debolezza nell'area dell'euro per i trimestri a venire. Tale scenario sarebbe in linea con il quadro tracciato dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, da cui si evince che nei primi mesi del 2010 le famiglie continuavano a mantenere un atteggiamento di cautela nei confronti di possibili acquisti importanti (cfr. figura C). Poiché questo indicatore mostra di norma buone proprietà anticipatrici degli acquisti futuri, ciò potrebbe segnalare la probabilità di consumi privati ancora relativamente modesti a breve termine nell'area dell'euro.

Figura C Consumo di beni durevoli e intenzioni dei consumatori di effettuare acquisti rilevanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldo delle risposte delle indagini al netto della media e diviso per la deviazione standard)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.
Nota: il saldo delle risposte è desunto dall'indagine presso i consumatori della Commissione europea ed è relativo alla seguente domanda: "rispetto agli ultimi dodici mesi, ritiene che nei prossimi dodici mesi spenderà in acquisti rilevanti un ammontare superiore o inferiore?".

Nel primo trimestre del 2010 gli investimenti fissi lordi sono scesi dell'1,2 per cento sul trimestre precedente, dopo una diminuzione analoga nel periodo precedente. Gli investimenti sono in calo 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 inasprimento delle condizioni di accesso al credito. Tuttavia gli indicatori recenti, come il clima di fiducia del settore manifatturiero e la produzione industriale di beni di investimento, segnalano una graduale riduzione del ritmo di caduta. La scomposizione degli investimenti per il primo trimestre del 2010 mostra che la loro flessione è stata ancora una volta determinata in larga misura dalla componente delle costruzioni, diminuita su base trimestrale del 2,1 per cento, a un tasso più sostenuto rispetto al trimestre precedente. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono scesi dello 0,3 per cento, valore lievemente inferiore rispetto al quarto trimestre del 2009.

Per quanto concerne gli indicatori disponibili degli investimenti all'inizio del 2010, nel trimestre che va da febbraio ad aprile la produzione nel settore delle costruzioni è diminuita del 3,4 per cento rispetto alla diminuzione del 4,2 registrata nel primo trimestre. Poiché in quest'ultimo

periodo la contrazione è stata in parte imputabile alle condizioni meteorologiche insolitamente rigide in alcuni paesi, è verosimile che la produzione inverta il proprio andamento nel corso dell'anno. Per quanto riguarda gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, la produzione industriale di beni di investimento (un indicatore degli investimenti futuri) è ulteriormente aumentata in aprile. È probabile che nei prossimi trimestri gli investimenti, specie la componente dei beni diversi dalle costruzioni, rimangano nel complesso su un livello contenuto, pur evidenziando un ulteriore miglioramento.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, nel primo trimestre del 2010 sia le importazioni che le esportazioni sono aumentate sensibilmente, rispettivamente del 3,8 e del 2,1 per cento su base trimestrale. Per effetto del maggior incremento delle importazioni, l'interscambio netto ha apportato nel primo trimestre un contributo negativo di 0,6 punti percentuali alla crescita del PIL in termini reali. In base ai dati recenti la crescita dell'interscambio dell'area dell'euro sarebbe rimasta sostanzialmente stabile agli inizi del secondo trimestre dell'anno.

Le scorte hanno contribuito positivamente alla crescita del PIL sul periodo precedente nel primo trimestre del 2010. In prospettiva, sia le indagini sia i riscontri aneddotici suggeriscono che il ritmo di decumulo delle scorte continuerebbe a diminuire nell'area dell'euro. Di conseguenza, nella parte restante del 2010 le giacenze di prodotti finiti potrebbero seguitare a fornire un contributo positivo alla crescita del PIL nell'area. L'entità di tale contributo rimane tuttavia altamente incerta perché dipende dalla rapidità con cui la domanda riguadagna terreno e dalla misura in cui le imprese rivedono le attese per l'attività. Sussiste inoltre un certo grado di incertezza statistica circa il modo in cui questa componente viene stimata.

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

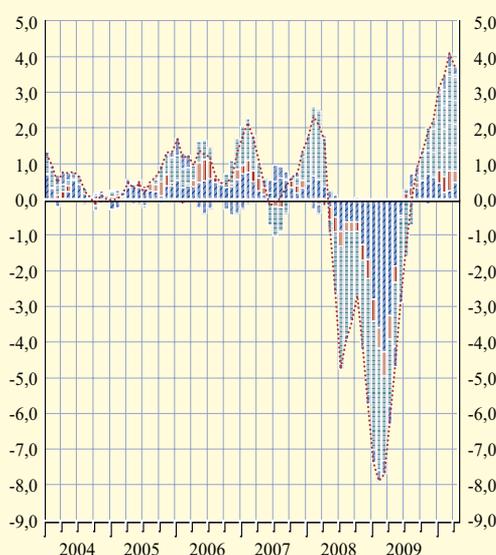
La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che il valore aggiunto nel primo trimestre del 2010 è cresciuto in termini reali dello 0,5 per cento su base trimestrale. La differenza rispetto alla crescita del PIL va ricondotta a un marcato calo delle imposte indirette connesso ai deboli consumi interni. Tale flessione non si rispecchia in una minor produzione per effetto principalmente di esportazioni e scorte sostenute. Il tasso di espansione è stato alimentato da un'accelerata attività nel settore industriale e, sebbene in misura minore, in quello dei servizi, mentre si è protratto il rallentamento del settore delle costruzioni. In particolare, il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) è aumentato dell'1,9 per cento su base trimestrale, dallo 0,6 registrato nell'ultimo trimestre del 2009. Il valore aggiunto nei servizi è aumentato dello 0,4 per cento nel primo trimestre del 2010, dallo 0,1 del periodo precedente. Il valore aggiunto nel settore delle costruzioni è sceso del 2,3 per cento nel primo trimestre rispetto a quello precedente, in parte a causa delle condizioni meteorologiche sfavorevoli.

La produzione industriale al netto delle costruzioni e i nuovi ordinativi industriali hanno continuato ad aumentare in aprile. Tali andamenti sembrano suggerire nel secondo trimestre una crescita sostenuta di entrambi gli indicatori, su livelli analoghi al periodo precedente (cfr. figura 28). I dati desunti dalle indagini congiunturali indicano che l'attività economica avrebbe continuato ad espandersi nel secondo trimestre del 2010. Nello stesso periodo, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è ulteriormente aumentato al di sopra di 56 (un valore superiore a 50 indica un incremento dell'attività nel settore), portandosi su livelli analoghi a quelli osservati da ultimo nel secondo trimestre del 2006 (cfr. figura 29). L'indagine PMI ha anche fornito indicazioni positive in merito ai nuovi ordinativi, poiché il relativo indice

Figura 28 Crescita della produzione industriale e contributi

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

- beni di investimento
- beni di consumo
- beni intermedi
- energia
- totale escluse le costruzioni

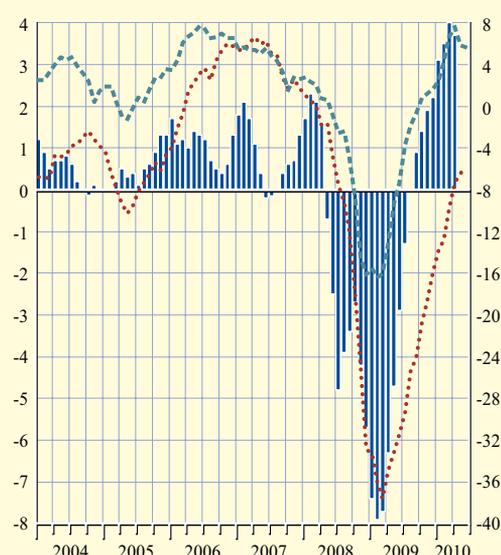


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analogia media dei tre mesi precedenti.

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

(dati mensili destagionalizzati)

- produzione industriale¹⁾ (scala di sinistra)
- clima di fiducia delle imprese industriali²⁾ (scala di destra)
- indice dei responsabili degli acquisti³⁾ (scala di destra)



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. A partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.

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

è rimasto superiore a 57 nel secondo trimestre del 2010. Per quanto riguarda il settore dei servizi, nello stesso periodo l'indice PMI per l'attività economica è nuovamente aumentato, dopo il calo del trimestre precedente, e si è riportato sul livello raggiunto da ultimo nel terzo trimestre del 2007. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle della Commissione europea, corroborano le indicazioni fornite dal PMI di un miglioramento del clima di fiducia. In particolare, la fiducia è aumentata nel secondo trimestre del 2010 rispetto al primo in tutti i settori, ad eccezione di quello delle costruzioni in cui è rimasta invariata.

MERCATO DEL LAVORO

Le recenti informazioni suggeriscono che le condizioni nei mercati del lavoro dell'area dell'euro si sono stabilizzate. In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2010 l'occupazione dell'area dell'euro è rimasta stabile sul periodo precedente. Questo rappresenta un miglioramento rispetto ai precedenti trimestri, quando l'occupazione è diminuita sensibilmente. Peraltro, la precedente notevole flessione dell'occupazione è stata più contenuta nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti (cfr. il riquadro 3 *Confronto fra gli andamenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti*).

Riquadro 3

CONFRONTO FRA GLI ANDAMENTI DELL'OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Le recenti turbolenze economiche e finanziarie hanno avuto un pesante impatto sui mercati del lavoro su entrambe le sponde dell'Atlantico, dando luogo a brusche contrazioni dell'occupazione e a considerevoli aumenti della disoccupazione. Il presente riquadro confronta le recenti esperienze delle due economie ed esamina le implicazioni per la politica economica dei recenti aggiustamenti del mercato del lavoro.

È ben noto che gli andamenti del mercato del lavoro tendono a mostrare uno sfasamento temporale rispetto all'attività economica. Inoltre, i confronti diretti tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti sono ulteriormente complicati dal fatto che gli effetti delle turbolenze finanziarie e il conseguente rallentamento sono stati avvertiti negli Stati Uniti con un certo anticipo rispetto all'area dell'euro: nel primo paese la crescita del PIL sul trimestre precedente è diminuita bruscamente dal terzo trimestre del 2007, mentre l'espansione del prodotto nell'area dell'euro ha dato prova di capacità di tenuta fino al primo trimestre del 2008. Nel complesso, tuttavia, sembra che la contrazione dell'attività economica sia stata piuttosto maggiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, con una flessione dal massimo al minimo del PIL in termini reali dell'ordine del 5,3 per cento nell'area dell'euro, a fronte del 3,7 per cento negli Stati Uniti¹⁾. In quest'ultimo paese la brusca contrazione del prodotto sembra aver innescato un aggiustamento molto rapido dell'occupazione, con scarsi segnali di stabilizzazione fino alla fine del 2009 (cfr. figura A). Nell'area dell'euro, invece, l'occupazione avrebbe reagito alquanto più lentamente e non si è modificata in pari misura, nonostante la contrazione relativamente maggiore dell'attività economica.

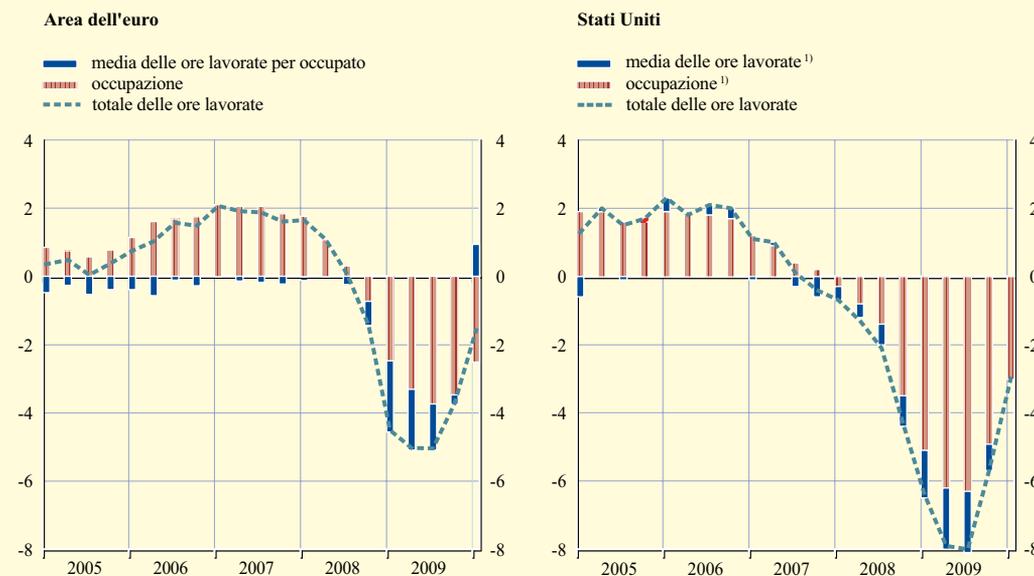
Andamenti dell'occupazione, delle ore lavorate e della disoccupazione

Nel complesso, dall'avvio della recessione negli Stati Uniti si sono persi oltre 8 milioni di posti di lavoro (pari circa al 6,0 per cento del totale prima della recessione). Nell'area dell'euro, per contro, l'occupazione è scesa di 3,9 milioni di unità (2,6 per cento) dall'inizio della recessione²⁾. Entrambe le economie hanno registrato una brusca contrazione del totale delle ore lavorate, sebbene il calo complessivo sia stato nettamente superiore negli Stati Uniti³⁾. Inoltre, vi sono state differenze significative nei contributi relativi del calo del numero di posti di lavoro e della riduzione dell'orario di lavoro tra le due economie. In entrambe, le imprese hanno reagito alla recessione riducendo le ore medie lavorate dai dipendenti. Negli Stati Uniti però questo effetto è stato esiguo rispetto al contributo di gran lunga superiore della soppressione di posti di lavoro alla riduzione del totale delle ore lavorate, mentre nell'area dell'euro (soprattutto nel settore in-

- 1) La recessione negli Stati Uniti è iniziata ufficialmente nell'ultimo trimestre del 2007, secondo il National Bureau of Economic Research (NBER) statunitense, un semestre prima di quella nell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita del PIL negli Stati Uniti è diventata negativa solo nel primo trimestre del 2008 e in effetti ha ripreso ad aumentare nel secondo trimestre del 2008 quando il livello del PIL ha in realtà registrato un picco, dal momento che il prodotto è stato fortemente sospinto da una serie di stimoli fiscali. Nel calcolo del livello massimo e minimo riportato nel testo, il primo valore fa riferimento al quarto trimestre del 2007.
- 2) Per le differenze metodologiche rilevanti nella compilazione dei dati sull'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.
- 3) Per informazioni sulle nuove serie dell'area dell'euro relative alle ore lavorate e basate sui dati di contabilità nazionale, cfr. il riquadro *Nuove serie statistiche relative alle ore lavorate, alla produttività e al costo del lavoro per l'area dell'euro* nonché l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Figura A Evoluzione del totale delle ore lavorate nel settore delle imprese e relativi contributi

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



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

Nota: il settore delle imprese non comprende i servizi non di mercato (incluso il settore pubblico).

1) I dati sull'occupazione statunitense si riferiscono al numero totale di posti di lavoro detenuti (e possono pertanto comprendere una piccola proporzione di persone che hanno più di un posto di lavoro).

dustriale) in proporzione una parte maggiore della riduzione del totale delle ore lavorate è stata conseguita mediante una riduzione delle ore settimanali medie lavorate per occupato.

Oltre a questa dinamica della domanda di lavoro, entrambe le economie hanno osservato significativi effetti avversi dell'offerta di lavoro in seguito alla recente contrazione economica. Nell'area dell'euro la stagnazione della crescita delle forze di lavoro dal terzo trimestre del 2008 può essere attribuito in misura quasi identica alla minor crescita sia della popolazione sia della partecipazione⁴⁾. Negli Stati Uniti, al contrario, la contrazione delle forze di lavoro (-0,2 per cento dal terzo trimestre del 2008) può essere esclusivamente attribuito al crollo particolarmente brusco del tasso di partecipazione, poiché molti lavoratori sono stati scoraggiati nella ricerca di lavoro dalle ridotte prospettive di occupazione, mentre l'espansione della popolazione statunitense è diminuita solo lievemente.

Le diverse reazioni nella dinamica dell'occupazione e delle forze di lavoro nelle due economie hanno determinato un aumento di gran lunga inferiore dei disoccupati registrati nell'area dell'euro, sebbene da un livello iniziale più elevato. Pertanto, nell'area dell'euro il tasso di disoccupazione è aumentato dal minimo del marzo 2008 pari al 7,8 per cento al 10,0 per cento alla fine di maggio 2010 (cfr. figura B). Nel frattempo il tasso di disoccupazione statunitense ha registrato un balzo notevolmente superiore, essendo più che raddoppiato dal 4,8 per cento di febbraio 2008 a un massimo del 10,1 per cento nell'ottobre 2009.

4) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro* nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino.

Sussistono numerose ragioni che possono concorrere a spiegare la minor contrazione dell'occupazione osservata finora nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Fra questi si annoverano l'avvio anticipato del rallentamento dell'attività negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, nonché una maggiore esposizione dell'economia del primo paese agli shock settoriali nei comparti delle costruzioni, immobiliare e finanziario. In parte potrebbero anche discendere da differenze nelle definizioni (gli Stati Uniti considerano il numero di posti di lavoro occupati, mentre i dati dell'area dell'euro riflettono il numero di persone occupate); tuttavia le disparità di definizione da sole non possono spiegare l'aumento particolarmente rilevante osservato nella disoccupazione statunitense. Tale divergenza può essere in parte compresa in termini di maggior ricorso alla riduzione delle ore lavorate come strumento principale per correggere l'occupazione in molti paesi dell'area dell'euro⁵⁾. In vari paesi dell'area queste misure sono state anche promosse da incentivi statali. Tali politiche sono state sostanzialmente accolte con favore dalle imprese desiderose di non perdere lavoratori qualificati, soprattutto nei paesi in cui negli anni precedenti alla recessione si erano osservate carenze di questa tipologia di personale. Infine, è probabile che anche la più rigorosa legislazione a tutela dell'occupazione nell'area dell'euro abbia svolto un ruolo importante nel ritardare l'adeguamento del mercato del lavoro a quella che è stata inizialmente percepita in molte economie dell'area dell'euro come una turbativa in qualche misura temporanea della domanda.

Implicazioni di politica economica

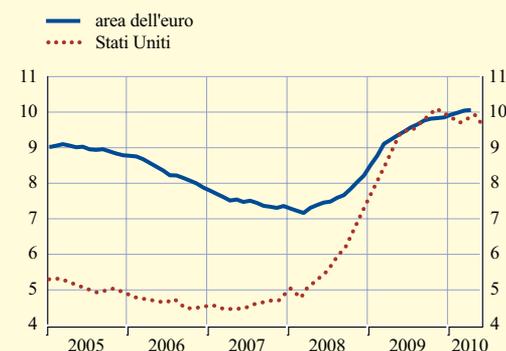
I mercati del lavoro di entrambe le economie avrebbero mostrato segnali di stabilizzazione nei mesi recenti (la disoccupazione nell'area dell'euro si è stabilizzata e quella degli Stati Uniti è leggermente scesa dal massimo di ottobre 2009). È tuttavia probabile che ci voglia qualche tempo prima che la crescita dell'occupazione evidenzii un sensibile recupero. Bisognerà assicurare che il recente peggioramento dei mercati del lavoro non comporti una disoccupazione strutturale più elevata. I miglioramenti nel più lungo termine (e la futura crescita dell'occupazione) dipendono probabilmente in maniera considerevole dalla capacità delle economie di riorganizzarsi e ristrutturarsi a fronte di importanti ridistribuzioni tra settori.

Per l'area dell'euro, è probabile che questo processo di ristrutturazione necessiti di ulteriore riforme nei mercati sia del lavoro sia dei beni e servizi per promuovere l'attività e quindi le prospettive di occupazione. Ulteriori riforme strutturali e la tempestiva rimozione delle misure di politica economica intese a fronteggiare la crisi (fra cui il protratto ricorso a programmi agevolati di riduzione dell'orario di lavoro) faciliteranno la redistribuzione del lavoro nei settori più produttivi.

5) L'impiego di programmi di lavoro a orario ridotto in molti paesi dell'area dell'euro è aumentato notevolmente durante la recessione (nel picco è stato applicato al 4 per cento circa degli occupati in Germania e Italia), mentre sistemi simili sono stati applicati solo a circa lo 0,5 per cento delle forze di lavoro statunitensi. Cfr. FMI (2010), "Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond", *World Economic Outlook*, capitolo 3.

Figura B Tasso di disoccupazione

(percentuale delle forze di lavoro)



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

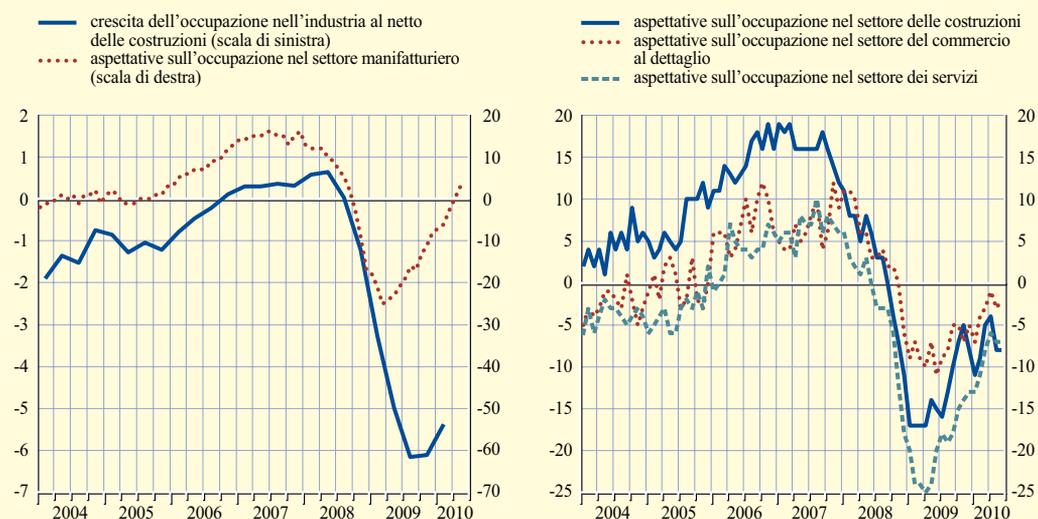
A tale riguardo, un allentamento dei vincoli legislativi in materia di tutela dell'occupazione per i lavoratori a tempo indeterminato contribuirebbe, in vari paesi, ad attenuare in parte l'attuale dualismo del mercato del lavoro e agevolerebbe le riassunzioni. Sforzi intesi ad accrescere la flessibilità salariale, consentendo una sufficiente differenziazione per rispecchiare le condizioni del mercato del lavoro locale, la situazione concorrenziale delle imprese e i livelli di produttività locale, favorirebbero la risoluzione degli squilibri restanti e stimolerebbero ulteriormente la domanda di lavoro. Nei mercati dei beni e servizi, una maggior concorrenza promuoverebbe l'innovazione e l'attuazione di prassi di lavoro efficienti.

A livello settoriale, nel primo trimestre del 2010 l'industria (al netto delle costruzioni) e le costruzioni si confermano i comparti che hanno maggiormente contribuito al calo dell'occupazione aggregata, ancorché il ritmo della riduzione è diminuito nell'industria al netto delle costruzioni (cfr. figura 30 e l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino). L'occupazione nel settore delle costruzioni ha registrato un calo più marcato rispetto al trimestre precedente, a causa delle condizioni meteorologiche insolitamente rigide in alcuni paesi. Per contro, l'occupazione nel settore dei servizi è aumentata nel primo trimestre del 2010 dopo essere calata o rimasta invariata nei quattro precedenti trimestri. Il miglioramento rispetto al periodo precedente è stato evidente in tutti i sottosettori dei servizi (cfr. tavola 6). I dati trimestrali dell'Eurostat sulle ore lavorate nell'area dell'euro mostrano solo una riduzione contenuta nel primo trimestre del 2010, nonostante il marcato calo registrato nei settori delle costruzioni e dell'industria al netto delle costruzioni (cfr. il riquadro nella sezione 3 *Nuove serie statistiche relative alle ore lavorate, alla produttività e al costo del lavoro per l'area dell'euro*).

Insieme alla ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro, il calo degli occupati negli ultimi trimestri ha contribuito a segnare una inversione dell'andamento decrescente delle produttività. Sul

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.
 Note: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. A partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.

Tavola 6 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2008	2009	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.
Totale economia	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,2	0,0
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-1,8	-2,2	-0,6	-0,7	-1,2	0,3	0,1
Industria	-0,7	-5,6	-1,8	-1,6	-1,7	-0,9	-1,1
Escluse le costruzioni	0,0	-5,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,1	-0,9
Costruzioni	-2,3	-6,7	-2,2	-1,3	-1,7	-0,4	-1,5
Servizi	1,4	-0,6	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,4
Commercio e trasporti	1,2	-1,8	-0,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,0
Finanziari e alle imprese	2,3	-2,2	-1,2	-0,7	-0,5	0,2	0,5
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,1	1,3	0,1	0,4	0,3	0,2	0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

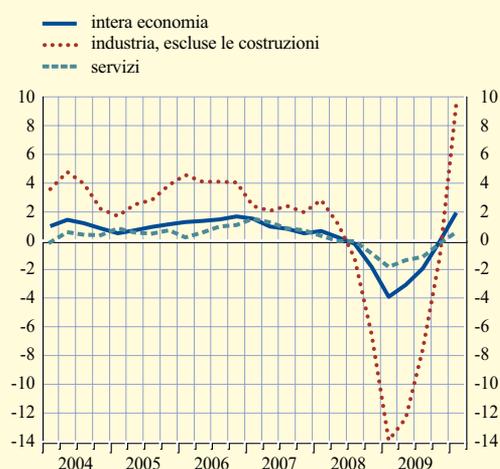
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

periodo corrispondente la produttività aggregata dell'area dell'euro (misurata in termini di prodotto per occupato) è ulteriormente cresciuta nel primo trimestre del 2010 all'1,9 per cento, segnando sostanziale miglioramento rispetto all'incremento pressoché nullo per del trimestre precedente e alle contrazioni eccezionali osservate nella prima metà del 2009 (cfr. figura 31). La produttività per ora lavorata ha evidenziato un andamento simile, riportando nel primo trimestre del 2010 un ulteriore incremento dell'1,3 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente.

In maggio il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è stato pari al 10,0 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Il dato di aprile è stato rivisto lievemente al ribasso di un decimo di punto percentuale (cfr. figura 32), e attualmente si attesta sul livello più elevato dall'agosto 1998. In prospettiva, gli indicatori delle indagini sono migliorati dai loro minimi, suggerendo una stabilizzazione della disoccupazione dell'area dell'euro nei prossimi mesi (cfr. figura 30).

Figura 31 Produttività del lavoro

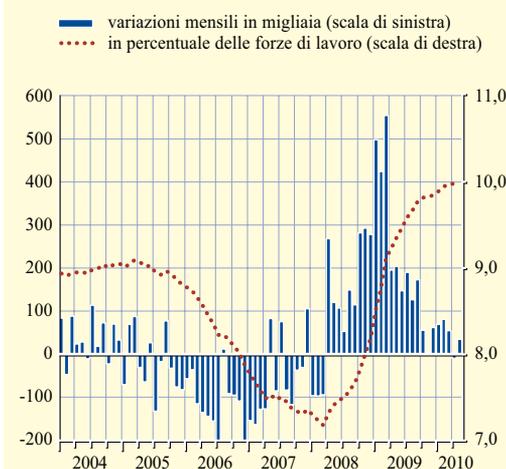
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 32 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, ci si attende che la crescita in termini reali del PIL dell'area dell'euro aumenti a un ritmo moderato ma ancora irregolare tra paesi e settori. La ripresa in atto a livello mondiale, nonché l'orientamento accomodante della politica monetaria e le misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario dovrebbero sostenere l'economia dell'area dell'euro. Tuttavia, il processo di risanamento dei bilanci e le prospettive per il mercato del lavoro frenerebbero il ritmo della ripresa.

I rischi per le prospettive economiche sono considerati sostanzialmente bilanciati, in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza. Per quanto concerne quelli al rialzo, è possibile che l'economia mondiale e il commercio con l'estero registrino un recupero più marcato del previsto. Quanto ai rischi al ribasso, persistono timori di rinnovate tensioni nei mercati finanziari, interazioni negative più intense o prolungate del previsto tra l'economia reale e il settore finanziario, nuovi rincari del petrolio e di altre materie prime, spinte protezionistiche nonché un'eventuale correzione disordinata degli squilibri mondiali.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Nei tre mesi terminanti il 7 luglio l'euro si è deprezzato del 4,8 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 luglio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 21 più importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 4,8 per cento rispetto al livello della fine di marzo e dell'8,9 per cento rispetto alla media del 2009 (cfr. figura 33). Il deprezzamento della moneta unica è stato generalizzato e accompagnato da un aumento della volatilità implicita dei cambi bilaterali con le altre divise principali.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Nei tre mesi terminanti il 7 luglio l'euro si è indebolito sul dollaro statunitense, nonostante un lieve apprezzamento nell'ultimo mese del periodo di riferimento, raggiungendo un livello non più osservato dagli inizi del 2006 e ben inferiore alla media del 2009 (cfr. figura 34). Il 7 luglio la moneta unica europea era scambiata a 1,26 dollari, un valore inferiore del 6,8 per cento a quello di fine marzo e di circa il 10 per cento alla media del 2009.

YEN GIAPPONESE/EURO

Nei tre mesi fino al 7 luglio l'euro si è deprezzato sullo yen giapponese e il 7 luglio è stato quotato a 109,3 yen, un livello inferiore del 13,0 per cento a quello di fine marzo e del 15,9 per cento rispetto

Figura 33 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-21) e sue componenti ¹⁾

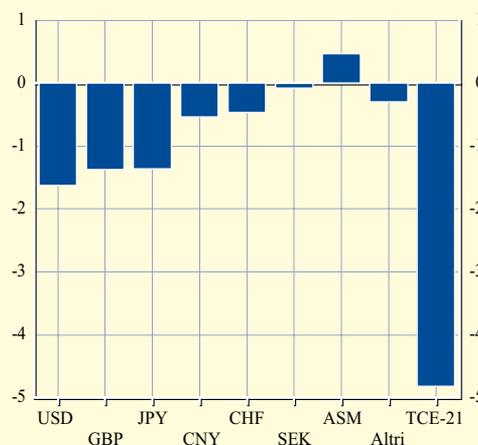
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999 = 100



Contributi alle variazioni del TCE-21²⁾

Dal 31 marzo 2010 al 7 luglio 2010
(in punti percentuali)



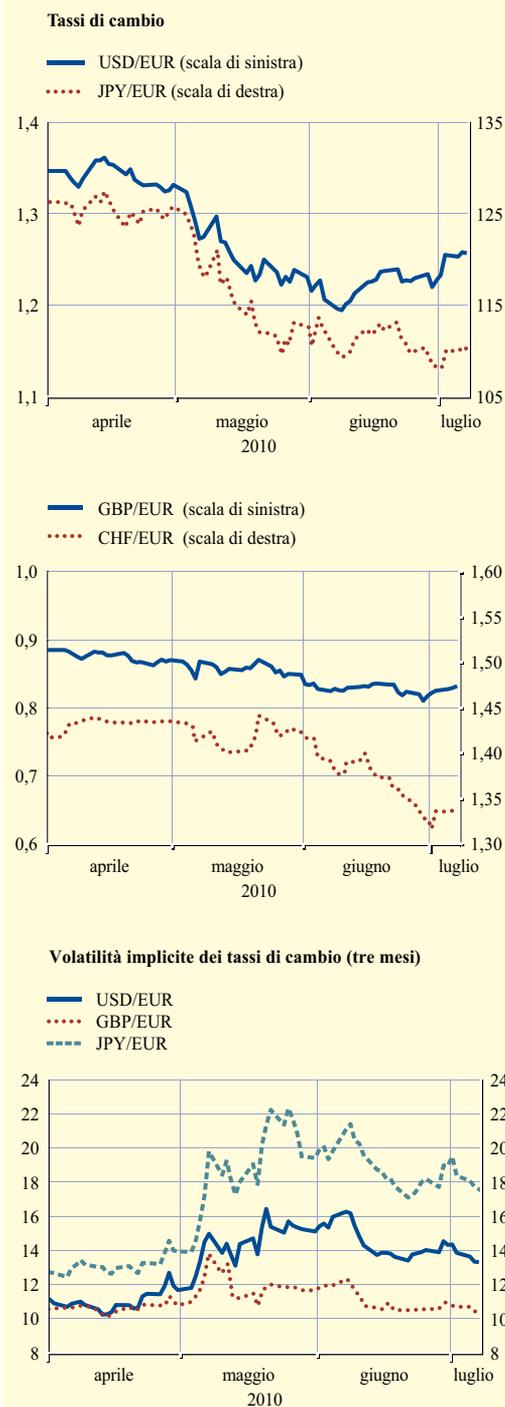
Fonte: BCE.

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)



Fonti: Bloomberg e BCE.

alla media del 2009. Nello stesso periodo la volatilità implicita del cambio yen/euro è aumentata notevolmente, sia nel breve sia nel lungo termine (cfr. figura 34).

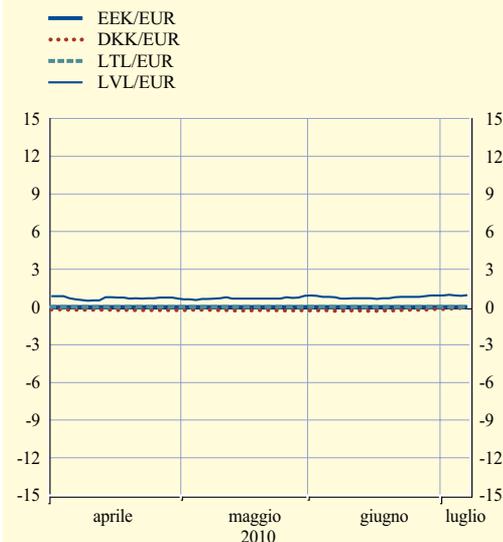
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Nei tre mesi terminanti il 7 luglio 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). Nello stesso periodo il lat lettone è rimasto nell'area di deprezzamento del corridoio di oscillazione del +/- 1 per cento fissato unilateralmente.

Per quanto concerne le divise degli Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, nei tre mesi terminanti il 7 luglio la moneta unica europea si è deprezzata del 6,5 per cento su quella britannica e il 7 luglio era scambiata a 0,83 sterline. Nello stesso periodo l'euro si è rafforzato nei confronti del fiorino ungherese (7,0 per cento) e dello zloty polacco (6,6 per cento).

Figura 35 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

ALTRE VALUTE

Nei tre mesi fino al 7 luglio l'euro si è notevolmente indebolito rispetto al franco svizzero, scendendo del 6,8 per cento, a 1,33 franchi. Nello stesso periodo i tassi di cambio bilaterali della moneta unica con il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong hanno continuato a seguire un andamento analogo a quello fatto registrare dal cambio con il dollaro statunitense. Il 19 giugno la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha annunciato delle misure intese ad accrescere la flessibilità del tasso di cambio del renminbi (cfr. riquadro 4).

Riquadro 4

LA RIFORMA DEL REGIME DI CAMBIO DEL RENMINBI IN CINA

Dopo quasi due anni di ancoraggio *de facto* del renminbi al dollaro statunitense, il 19 giugno 2010 la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha annunciato l'intenzione di "procedere ulteriormente con la riforma del regime valutario del renminbi e di accrescere la flessibilità del cambio di quest'ultimo"¹⁾. In particolare, continuerà ad adoperarsi per "riflettere la domanda e l'offerta con riferimento a un paniere di divise". La banca centrale cinese ha inoltre specificato che "non esistono le basi per un apprezzamento di ampie proporzioni del tasso di cambio del renminbi", poiché il conto corrente del paese "si sta avvicinando all'equilibrio".

È troppo presto per valutare come la banca centrale cinese gestirà nella pratica il tasso di cambio nel nuovo regime. I prezzi dei contratti a termine senza obbligo di consegna (*non-deliverable forward*) riflettono attese di un apprezzamento del renminbi sul dollaro statunitense inferiore al 2 per cento a un anno (cfr. figura A). Gli operatori si attendono altresì che la banca centrale cinese permetta una maggiore volatilità del tasso di cambio bilaterale del renminbi con il dollaro per moderare gli afflussi di capitale di natura speculativa. L'annuncio della banca non è tuttavia stato seguito da alcuna variazione del regime valutario *de jure*, che dalla riforma del luglio 2005 viene definito dalle autorità cinesi come a fluttuazione controllata basato sulla domanda e sull'offerta di mercato con riferimento a un paniere di valute.

Sebbene i pesi attribuiti alle singole divise del paniere di riferimento del renminbi non siano noti, diversi studi sui movimenti della moneta cinese rispetto a quella statunitense concludono che nella pratica degli ultimi cinque anni il renminbi è stato controllato strettamente per riflettere l'evoluzione del dollaro attraverso l'adozione di una parità mobile (dal luglio 2005 al luglio 2008) o di un cambio fisso (da luglio 2008 a giugno 2010). Nel primo periodo il renminbi si è apprezzato costantemente

Figura A Apprezzamento del renminbi nei confronti del dollaro statunitense desunto dai contratti di cambio a termine senza obbligo di consegna

(valori percentuali)



Fonte: Bloomberg.
Note: un numero negativo indica un deprezzamento. L'ultima osservazione è relativa al 7 luglio 2010.

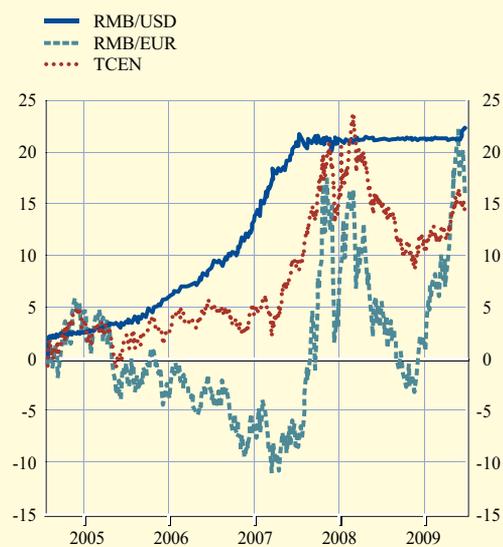
1) Passi dell'annuncio pubblicato dalla banca centrale della Repubblica popolare cinese il 19 giugno.

sul dollaro, guadagnando circa il 21 per cento in termini bilaterali (cfr. figura B). Il rafforzamento in termini effettivi nominali è stato tuttavia di appena l'8 per cento circa, principalmente a causa del ritmo di apprezzamento dell'euro sul dollaro. Nell'estate del 2008, dato il peggioramento delle prospettive esterne e la dinamica della crisi finanziaria mondiale, le autorità cinesi hanno deciso di arrestare il costante rafforzamento della moneta nazionale rispetto a quella statunitense. Ciò nonostante, da dicembre 2009 il renminbi si è apprezzato ulteriormente (del 5,0 per cento in termini effettivi nominali rispetto al dollaro e dell'1,4 e 17,1 per cento nei confronti dello yen e dell'euro, rispettivamente). Di pari passo con il deprezzamento generalizzato della moneta unica europea, la competitività di prezzo degli esportatori cinesi si è deteriorata nei mercati dell'area dell'euro.

Come hanno sottolineato le autorità cinesi, oltre agli andamenti economici interni, anche la ripresa delle esportazioni del paese nel 2010 ha svolto un ruolo fondamentale nella recente decisione sul regime valutario. In particolare, negli ultimi tempi l'accumularsi di pressioni inflazionistiche – anche nel mercato immobiliare – ha accresciuto i costi connessi a un tasso di cambio fisso con il dollaro. L'apprezzamento del renminbi può concorrere a moderare le spinte inflazionistiche esercitate da fonti esterne e fornisce inoltre alla banca centrale cinese un maggiore margine di manovra per utilizzare strumenti di politica monetaria allo scopo di combattere l'inflazione adoperandosi nel contempo per un "atterraggio morbido" dell'economia.

Figura B Tasso di cambio del renminbi

(variazioni percentuali cumulate dal 20 luglio 2005; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Note: TCEN indica il tasso di cambio effettivo nominale del renminbi; indice: 2000=100. L'ultima osservazione si riferisce al 7 luglio 2010.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Negli ultimi mesi l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi. In aprile il disavanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è sceso a 32,3 miliardi di euro (circa lo 0,4 per cento del PIL dell'area). Per quanto riguarda il conto finanziario, nei dodici mesi fino ad aprile gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono scesi complessivamente a 160,8 miliardi di euro.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Negli ultimi mesi l'interscambio di beni con l'esterno dell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi, in presenza di un miglioramento delle condizioni economiche mondiali. Dati di bilancia dei pagamenti segnalano che il valore delle esportazioni di beni verso l'esterno dell'area è aumentato dell'8,4 per cento nei tre mesi fino ad aprile (cfr. figura 36 e tavola 7). Tale crescita ha riflesso principalmente la robusta domanda estera, in parte riconducibile a fattori temporanei come gli stimoli fiscali e il ciclo delle scorte nelle economie dei partner commerciali dell'area. Un contributo po-

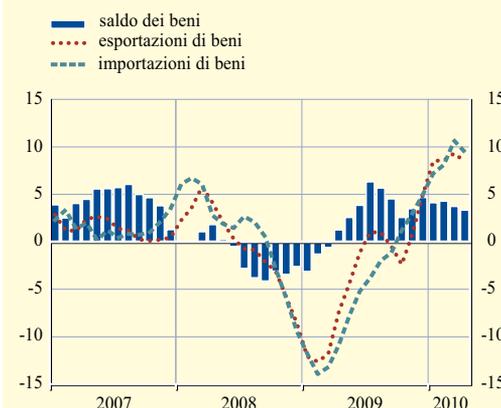
sitivo potrebbe essere stato fornito anche dalla maggiore competitività di prezzo delle esportazioni, favorita dal deprezzamento dell'euro.

Allo stesso tempo le importazioni di beni dall'esterno dell'area hanno continuato a crescere più delle esportazioni, incrementandosi del 9,5 per cento in termini di valore nei tre mesi fino ad aprile. La scomposizione del valore in volumi e prezzi in base alle statistiche di Eurostat aggiornate a marzo indica che l'aumento in valore delle importazioni riflette in larga misura un'impennata dei prezzi all'importazione (cfr. figura 37), a sua volta riconducibile in parte alla svalutazione dell'euro e ai rialzi delle materie prime. Anche i volumi hanno registrato una crescita vigorosa, sorretti fra l'altro dalla domanda di input importati indotta dalle esportazioni e dagli aggiustamenti delle scorte.

Al contrario di quanto riscontrato per le merci, l'interscambio di servizi con l'esterno dell'area mostra un'ulteriore perdita di slancio. Dopo essere aumentato sul volgere dell'anno, i valori di esportazioni e importazioni di servizi sono scesi rispettivamente dello 0,2 e 1,9 per cento nei tre mesi fino ad aprile.

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

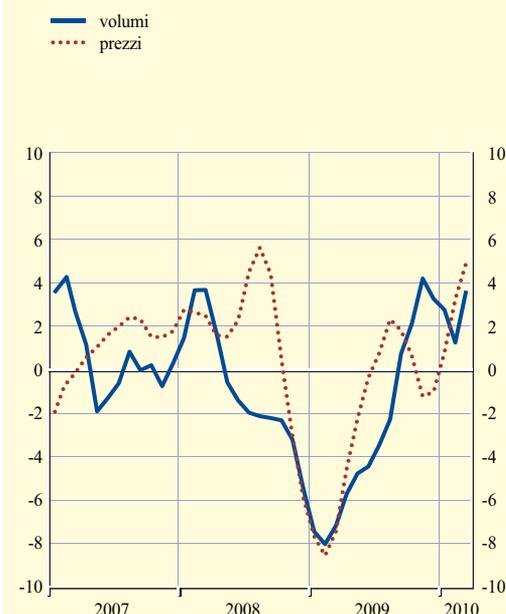
(variazioni percentuali sui tre mesi precedenti; per il saldo dei beni, miliardi di euro e medie mobili di tre mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



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)

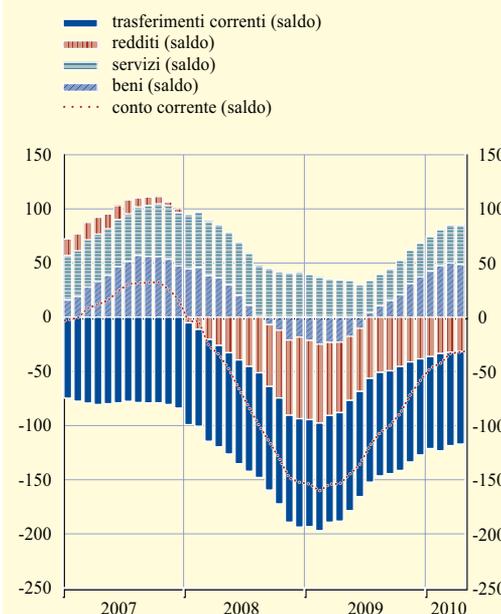


Fonte: Eurostat.

Nota: L'ultima osservazione si riferisce a marzo 2010.

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.

Poiché la crescita delle importazioni è stata nel complesso superiore a quella delle esportazioni, l'avanzo commerciale dei beni e dei servizi si è ridotto nei tre mesi fino ad aprile rispetto ai mesi precedenti. In termini cumulati su dodici mesi tale avanzo è tuttavia aumentato (cfr. figura 38) e questo, assieme al minore disavanzo del conto dei redditi e dei trasferimenti correnti, ha concorso a ridurre il disavanzo corrente. Nei dodici mesi fino ad aprile il disavanzo cumulato del conto corrente è stato pari a 32,3 miliardi di euro (circa lo 0,4 per cento del PIL dell'area dell'euro), contro 153,8 miliardi un anno prima.

In prospettiva, gli indicatori disponibili segnalano che le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro continueranno a crescere nel breve periodo. Tuttavia, poiché la ripresa dell'interscambio è in parte sorretta da fattori temporanei come gli stimoli fiscali e il ciclo delle scorte, è prevedibile che il venir meno di questi ultimi si possa tradurre in una perdita di slancio. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero dell'area dell'euro è rimasto ben al di sopra al valore soglia tra contrazione ed espansione fissato a 50, anche se è leggermente diminuito negli ultimi mesi.

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	dati mensili		medie mobili di 3 mesi terminanti in				dati cumulati sui 12 mesi terminati nel	
	2010 mar.	2010 apr.	2009		2010		2009 apr.	2010 apr.
			luglio	ottobre	gennaio	aprile		
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	1,5	-5,1	-1,3	-4,9	-1,9	-2,7	-153,8	-32,3
Beni	3,4	1,3	6,3	2,5	4,1	3,3	-23,0	48,9
Esportazioni	126,5	124,5	107,3	104,8	113,7	123,3	1.459,0	1.347,4
Importazioni	123,1	123,2	101,0	102,2	109,6	120,0	1.482,0	1.298,5
Servizi	4,5	3,6	1,8	3,1	3,3	3,9	34,5	35,9
Esportazioni	40,1	40,1	38,4	38,5	39,7	39,6	504,5	468,6
Importazioni	35,6	36,6	36,6	35,4	36,4	35,8	470,0	432,7
Redditi	-0,8	-2,7	-2,7	-2,8	-3,5	-1,7	-65,1	-31,8
Trasferimenti correnti	-5,5	-7,3	-6,7	-7,7	-5,8	-8,2	-100,2	-85,2
Conto finanziario¹⁾	-1,0	8,2	-8,9	2,8	3,1	3,9	192,7	2,6
Investimenti diretti e di portafoglio	-40,5	18,5	16,5	26,3	15,4	-4,6	232,7	160,8
Investimenti diretti	-24,2	-11,3	0,0	-11,3	-2,6	-11,6	-164,6	-76,8
Investimenti di portafoglio	-16,3	29,9	16,5	37,6	18,1	7,0	397,4	237,6
Azioni	-5,7	-8,1	26,9	-1,0	21,9	-3,0	-114,3	134,4
Strumenti di debito	-10,6	38,0	-10,4	38,6	-3,8	10,0	511,6	103,2
Obbligazioni e note	-8,5	32,0	-14,2	18,1	-6,9	7,5	221,9	13,5
Strumenti del mercato monetario	-2,1	6,0	3,8	20,5	3,1	2,4	289,7	89,6
Altri investimenti netti	43,2	-10,1	-28,7	-21,6	-16,1	-28,7	-52,2	-165,9
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	5,6	-1,2	-0,3	-1,7	7,1	6,2	-5,2	-7,5
Importazioni	6,6	0,6	-3,4	0,0	6,1	6,6	-1,7	-11,3
Beni								
Esportazioni	6,3	-1,6	1,0	-2,4	8,5	8,4	-6,7	-7,7
Importazioni	8,3	0,1	-3,8	1,2	7,2	9,5	-2,9	-12,4
Servizi								
Esportazioni	3,4	0,2	-3,6	0,1	3,2	-0,2	-0,7	-7,1
Importazioni	1,2	2,7	-2,1	-3,4	3,0	-1,9	2,3	-7,9

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono da attribuire ad arrotondamenti.

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

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino ad aprile 2010 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 4,6 miliardi di euro, contro gli afflussi netti per 15,4 miliardi del precedente periodo di tre mesi (cfr. tavola 7). Questa inversione di segno è il risultato dei minori afflussi netti per investimenti di portafoglio e dei maggiori deflussi netti per investimenti diretti, dovuti in particolare all'incremento dei prestiti in essere delle imprese dell'area alle consociate estere.

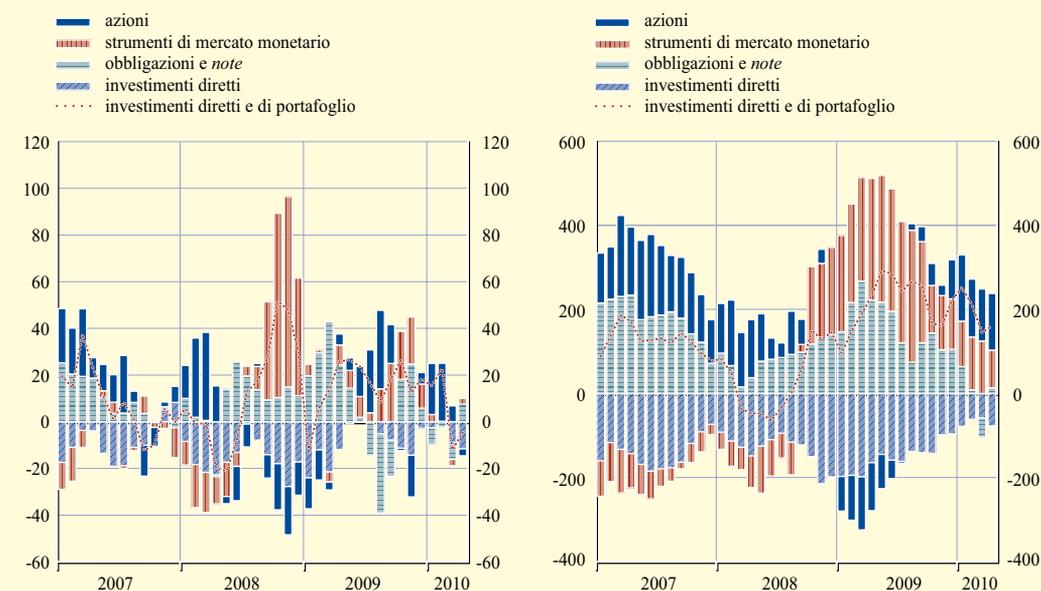
L'evoluzione degli investimenti di portafoglio nei tre mesi fino ad aprile indica il riemergere di una certa avversione al rischio da parte degli investitori esteri, in presenza di rinnovate turbolenze sui mercati finanziari e di crescenti timori per le difficoltà economiche di alcuni paesi periferici dell'area dell'euro. Ciò si è tradotto in un significativo indebolimento degli investimenti netti in titoli azionari dell'area da parte di non residenti nei tre mesi fino ad aprile rispetto al trimestre precedente. Allo stesso tempo è stato registrato un aumento pronunciato degli acquisti netti di obbligazioni e note dell'area da parte di non residenti, parzialmente riconducibile alla maggiore volatilità del mercato dei titoli del Tesoro statunitensi in aprile.

In una prospettiva di più lungo periodo, nei dodici mesi fino ad aprile gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono scesi a 160,8 miliardi di euro (dai 232,7 miliardi di un anno prima), a causa della riduzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio (cfr. tavola 7). Una scomposizione di questi ultimi per strumenti mostra come tale riduzione sia a sua volta riconducibile principalmente al forte ridimensionamento dei flussi netti in entrata nel comparto dei titoli di debito, il quale ha più che compensato il passaggio da deflussi ad afflussi netti per titoli azionari (cfr. figura 39). Ciò è in linea con il ritorno degli investitori internazionali sui mercati azionari osservato negli ultimi trimestri e il graduale ridimensionamento dei flussi eccezionalmente cospicui per strumenti di debito tra la fine del 2008 e i primi mesi del 2009, dovuti a fattori collegati alla crisi finanziaria.

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.



RIPERCUSSIONI DELLA RECESSIONE SUI MERCATI DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

La recente crisi finanziaria e la successiva recessione hanno pesato notevolmente sui mercati del lavoro dell'area dell'euro. L'occupazione ha subito un calo sensibile, che è stato fortemente concentrato in alcuni settori. I salari hanno tuttavia reagito con lentezza, riflettendo l'esistenza di rigidità istituzionali. Inoltre, le reazioni del mercato del lavoro al rallentamento dell'attività economica sono state considerevolmente diverse tra paesi. Per sostenere l'occupazione durante la crisi, le autorità hanno introdotto diverse misure di politica economica. Il presente articolo sostiene che un tempestivo ritiro di molte di queste contribuirebbe ad accelerare il processo di ristrutturazione. Senza una riallocazione tra settori e un aumento della flessibilità dei salari, l'area dell'euro potrebbe impiegare molti anni per generare una crescita di posti di lavoro sufficiente ad assorbire i lavoratori attualmente in esubero.

I INTRODUZIONE

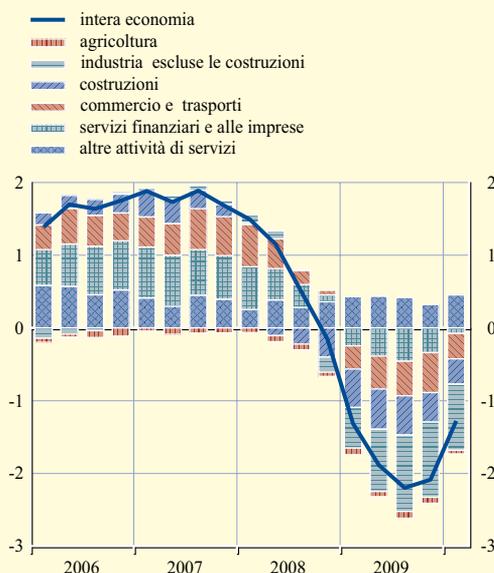
L'occupazione nell'area dell'euro ha reagito in modo rapido e intenso al recente episodio di grave recessione, scendendo del 2,6 per cento fra il secondo trimestre del 2008 (quando si trovava al suo livello massimo) e il quarto del 2009 (quando la contrazione dell'occupazione è parsa rallentare) a seguito della brusca caduta dell'attività economica. Alla fine del 2009 si era riportata sui livelli della metà del 2006, azzerando in pratica due anni di crescita dei posti di

lavoro. Il calo è stato particolarmente accentuato nel settore industriale e in quello delle costruzioni (cfr. figura 1). Si rilevano inoltre notevoli differenze tra paesi in termini sia di dinamiche dell'occupazione (cfr. figura 2), del numero di ore lavorate e dei salari, sia di politiche economiche adottate per fronteggiare la crisi¹⁾.

1) Cfr. anche i riquadri *Il recente calo dell'occupazione nell'area dell'euro e la sua composizione* nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino e *Andamento dell'occupazione nell'area dell'euro nel 2009* nel Rapporto annuale 2009.

Figura 1 Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e contributo dei diversi settori

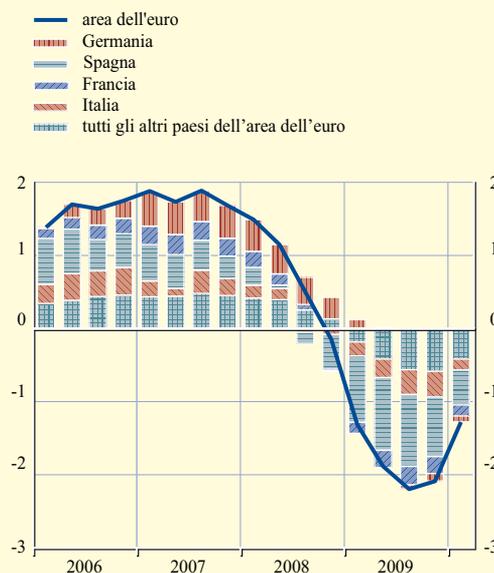
(variazioni percentuali annue e contributo in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 2 Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro e contributo dei diversi settori

(variazioni percentuali annue e contributo in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le figure 1 e 2 mostrano gli andamenti dell'occupazione nell'area dell'euro dal 2006 in base ai dati di contabilità nazionale. La crescita dei posti di lavoro sul periodo precedente, robusta per diversi anni attorno alla metà di questo decennio, si è notevolmente indebolita nel 2008 (il tasso di crescita congiunturale è passato da un ragguardevole 1,5 per cento nel primo trimestre a un -0,2 per cento nel quarto). Nella seconda metà del 2009 il ritmo di contrazione è stato di circa il 2,2 per cento, ma sembra essersi moderato nel primo trimestre del 2010 ²⁾.

Un'ampia serie di fattori contribuisce a spiegare il notevole grado di eterogeneità dei mercati del lavoro dell'area dell'euro nella recente fase di recessione. Reazioni diverse possono in parte riflettere differenze di composizione settoriale e la conseguente maggiore esposizione di alcune economie ai forti shock che hanno interessato particolari settori nel contesto della recente crisi finanziaria. È inoltre probabile che dinamiche diverse dipendano anche da diverse strutture dell'occupazione, in termini di peso relativo dei contratti a tempo indeterminato e determinato. A un livello meno aggregato, un ruolo senz'altro importante è svolto dalla posizione finanziaria delle imprese e dalla loro capacità di fronteggiare l'impatto di un calo pronunciato della produzione. Analogamente, il grado di carenza di manodopera prima della recessione potrebbe avere incoraggiato le imprese a intensificare il processo di *labour hoarding* (mantenimento di manodopera inutilizzata) per il timore di vincoli in determinati mercati del lavoro locali o altamente specializzati una volta avviata la ripresa. Un'ulteriore determinante è inoltre costituita dall'interazione tra le caratteristiche istituzionali e le politiche distintive nei vari paesi, compresa la disponibilità dei rappresentanti sindacali ad accettare meccanismi flessibili di determinazione dei salari e/o moderazione salariale, che possono concorrere a mitigare gli effetti più forti della recessione sulle forze di lavoro ³⁾.

Questo articolo è strutturato come segue: la seconda sezione esamina gli andamenti del mercato del lavoro dell'area dell'euro dagli inizi della crisi, concentrandosi sugli effetti settoria-

li e di composizione che hanno contraddistinto la recessione; la terza analizza il diverso grado di reattività dei salari e del costo del lavoro; la quarta passa in rassegna le caratteristiche istituzionali e sul piano delle politiche che hanno influito sulle diverse dinamiche di adeguamento osservate; la quinta conclude con una valutazione delle prospettive attuali per i mercati del lavoro dell'area dell'euro e delinea le implicazioni per le politiche economiche.

2 CARATTERISTICHE DELLA RECESSIONE RECENTE

La recessione che ha colpito di recente l'area dell'euro è la più grave dalla Seconda guerra mondiale. Tra il primo trimestre del 2008 e il secondo del 2009 il PIL in termini reali dell'area è diminuito del 5,3 per cento a seguito di una grave crisi finanziaria e di sostanziali aggiustamenti delle economie surriscaldate di diversi paesi. La natura sistemica della crisi che ha preceduto la fase di rallentamento presenta implicazioni di rilievo per la dinamica dell'occupazione nel periodo successivo, poiché le recessioni innescate da crisi finanziarie sistemiche provocano di norma effetti macroeconomici più persistenti. Tali effetti comprendono una contrazione maggiore (e una ripresa più graduale) del prodotto e dell'occupazione, oltre che aumenti più durevoli della disoccupazione e livelli più elevati di disoccupazione strutturale, successivi generalmente a riduzioni sensibili e prolungate dei prezzi delle attività e a forti aumenti del debito pubblico ⁴⁾.

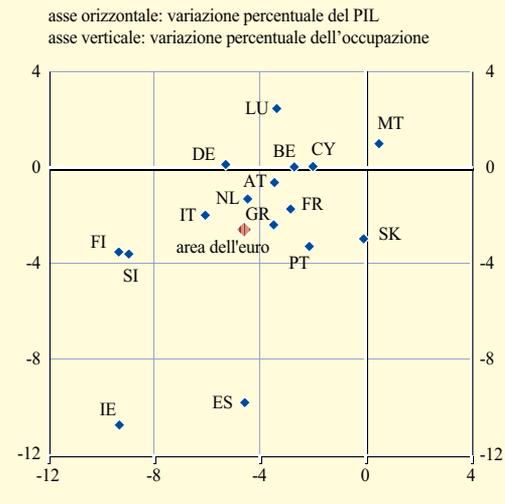
2) La stima preliminare dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale per il primo trimestre del 2010 sembra evidenziare una stabilizzazione dei livelli di occupazione nell'area dell'euro in tale periodo. Questo articolo si basa su statistiche aggiornate al 24 giugno 2010.

3) La differenza osservata è anche in parte riconducibile alla diversa reazione delle forze di lavoro al deterioramento delle condizioni di impiego ("effetti di offerta") nei singoli paesi; tale aspetto è stato preso in esame nel riquadro *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro* nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino.

4) Cfr., ad esempio, Reinhart, C. e K. Rogoff (2009), "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review*, vol. 99, n. 2 (maggio) e Claessens, S., A. Kose e M. Terrones (2008), *What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?*, Working Paper dell'FMI, n. 08/274.

Figura 3 Variazione del PIL e dell'occupazione

(variazioni percentuali: 1° trim. 2008-1° trim. 2010)



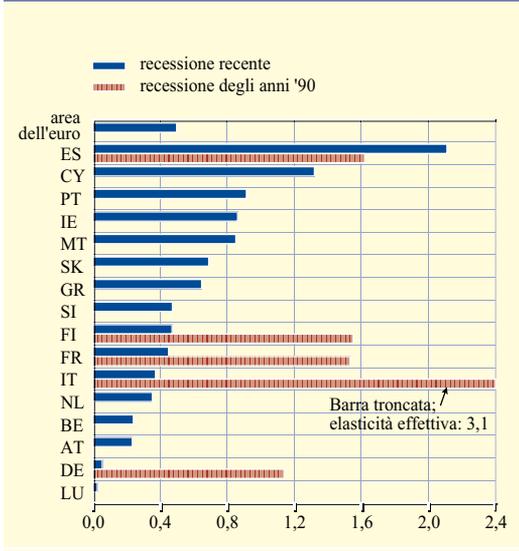
Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Nota: i dati relativi all'Austria, al Lussemburgo e ai Paesi Bassi sono riferiti al periodo compreso tra il primo trimestre del 2008 e il quarto del 2009, mentre quelli concernenti l'Irlanda riguardano l'intervallo tra il primo trimestre del 2008 e il terzo del 2009.

LA RISPOSTA DELL'OCCUPAZIONE

Nel primo trimestre del 2010 l'occupazione nell'area dell'euro era di circa il 2,6 per cento inferiore al massimo del secondo trimestre 2008. Un semplice diagramma di dispersione che associa le variazioni dell'occupazione con quelle contemporanee del prodotto (cfr. figura 3) mostra l'elevato grado di eterogeneità delle reazioni del mercato del lavoro all'interno dell'area dell'euro a prescindere dalle forti differenze di intensità del rallentamento economico. Alcuni paesi (ad esempio la Germania) hanno registrato variazioni relativamente scarse del numero di occupati nonostante il forte calo del PIL, mentre altri (in particolare la Spagna) hanno subito cali sproporzionati rispetto alle corrispondenti perdite di prodotto.

Tra il massimo del secondo trimestre 2008 e il minimo del quarto trimestre 2009 l'occupazione nell'area dell'euro è diminuita del 2,6 per cento, circa la metà della corrispondente contrazione del PIL fra il punto di svolta superiore e quello inferiore. Ciò denota un'elasticità dell'occupazione al prodotto di circa 0,5, a significare che

Figura 4 Elasticità dell'occupazione al prodotto nei paesi considerati



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: per elasticità si intende il rapporto tra la riduzione percentuale dell'occupazione e quella del PIL, calcolato utilizzando i massimi e i minimi dei singoli paesi oppure i dati più recenti nei casi in cui il minimo non è stato ancora raggiunto (l'elaborazione è quindi diversa rispetto alla figura 3).

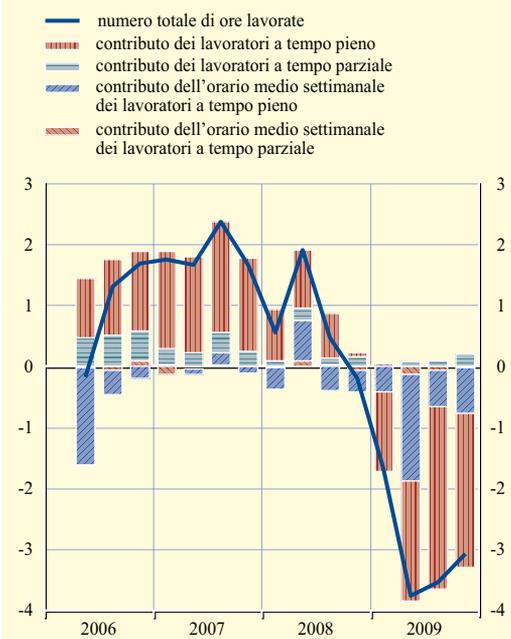
dal primo trimestre del 2008 l'occupazione è diminuita di circa mezzo punto percentuale per ogni punto percentuale di riduzione del PIL. Come mostra la figura 4, a livello di singoli paesi l'elasticità è compresa tra 2,2 in Spagna e praticamente zero in Germania.

Benché significativo nell'insieme dell'area dell'euro, in alcuni paesi membri il calo dei posti di lavoro durante la recessione è stato in una certa misura più moderato di quanto prevedibile sulla base di osservazioni storiche o confronti con altre economie principali⁵⁾. La figura 4 include anche (ove i dati lo consentono) le stime di elasticità relative al precedente episodio di grave recessione che ha interessato gran parte dei paesi dell'area dell'euro agli inizi degli anni novanta (barre marroni). Ne emerge che, se si eccettua la Spagna, in tale episodio la risposta dell'occupazione al calo del PIL era stata chiaramente maggiore. Le recessioni sistemiche successive a crisi finan-

5) Cfr. il riquadro *Un raffronto tra gli andamenti dell'occupazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* in questo Bollettino.

Figura 5 Crescita del numero totale di ore lavorate nell'area dell'euro e contributo delle diverse categorie di lavoratori

(variazioni percentuali annue e contributo in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati per la Francia sono stimati.

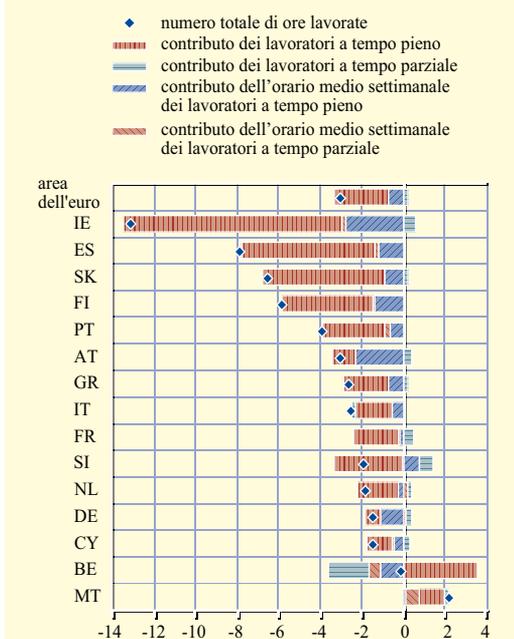
ziarie provocano di norma effetti sul mercato del lavoro più forti e durevoli di quelle non sistemiche. Pertanto, negli anni novanta i paesi colpiti da recessioni sistemiche hanno registrato effetti complessivamente più persistenti sull'occupazione (che ha raggiunto il suo livello minimo dopo 12-15 trimestri) rispetto a quelli interessati da episodi non sistemici (7-8 trimestri) ⁶⁾.

VARIAZIONE DEL NUMERO DI ORE LAVORATE

Oltre che dal forte calo del numero di occupati, l'episodio di recessione più recente è stato contraddistinto anche da un ridimensionamento del numero di ore lavorate notevole e ben superiore al livello riconducibile alla diminuzione dei posti di lavoro. Utilizzando le statistiche dell'indagine europea sulle forze di lavoro (*European Labour Force Survey*), attualmente aggiornate solo al quarto trimestre 2009, la figura 5 scompone le variazioni delle ore totali lavorate in termini di

Figura 6 Crescita del numero totale di ore lavorate e contributo delle diverse categorie di lavoratori nei paesi considerati

(variazioni percentuali annue e contributo in punti percentuali; 4° trim. 2008-4° trim. 2009)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati per la Francia sono stimati.

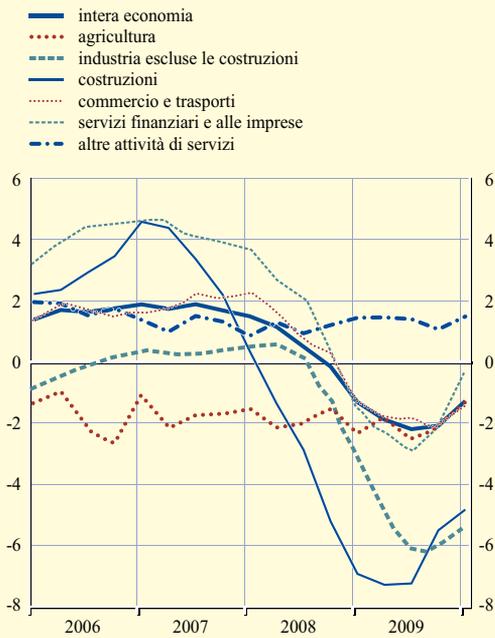
tipologia di contratto di lavoro e di numero medio di ore lavorate a seconda dell'inquadramento lavorativo.

Il suddetto ridimensionamento riflette sia una lieve riduzione dell'orario di lavoro individuale sia l'amplissimo ricorso, in diverse economie dell'area dell'euro, a nuovi programmi che prevedono orari ridotti come tentativo diretto di salvaguardare l'occupazione (per un approfondimento, cfr. la sezione 4). Ciò ha dato origine a

6) Le crisi finanziarie sono definite come nel capitolo 3 del *World Economic Outlook* dell'FMI di aprile 2009. Cfr. anche il riquadro "Labour markets and financial crises" in *Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network* (BCE, dicembre 2009) e l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino. La reattività relativamente inferiore dell'occupazione dell'area dell'euro al calo dell'attività durante la recente recessione viene in larga misura confermata dalla dinamica della disoccupazione. Cfr. il riquadro *Legame fra prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino o il capitolo 3 del *World Economic Outlook* dell'FMI pubblicato ad aprile 2010.

Figura 7 Tassi di crescita dell'occupazione nei diversi settori economici dell'area dell'euro

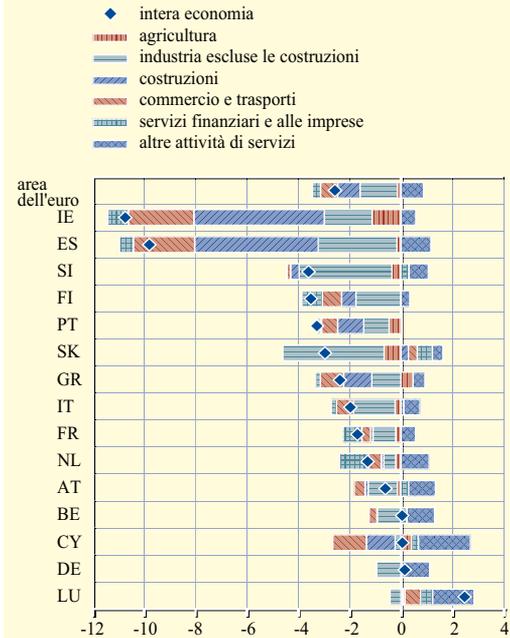
(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 8 Contributo dei diversi settori agli andamenti dell'occupazione aggregata nei paesi considerati

(variazioni percentuali e contributo in punti percentuali; 1° trim. 2008-1° trim. 2010)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati per Cipro non sono stagionalizzati. Le statistiche relative all'Irlanda riguardano il periodo compreso tra il primo trimestre del 2008 e il terzo del 2009, mentre quelle di Francia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria sono riferite al periodo compreso tra il primo trimestre del 2008 e il quarto del 2009.

una considerevole eterogeneità tra paesi, come mostra la figura 6.

LA DIMENSIONE SETTORIALE DELLA CRISI

Il brusco rallentamento dell'occupazione osservato nelle costruzioni dagli inizi del 2007 ha fatto seguito a diversi anni di rapida crescita, soprattutto dalla metà del decennio (cfr. figura 7). Nell'industria la reazione è stata più tardiva, ma pronunciata. Nei due settori, la flessione rispetto ai massimi del periodo precedente la crisi è stata finora rispettivamente pari all'11,9 e 8,5 per cento.

La figura 8 mostra l'impatto cumulativo dei suddetti andamenti settoriali sull'occupazione aggregata dell'area dell'euro e dei singoli paesi membri dal primo trimestre del 2008. Il numero di posti di lavoro nel settore delle co-

struzioni ha registrato un calo particolarmente sensibile nei paesi dove l'occupazione aggregata è diminuita maggiormente, vale a dire in Irlanda e Spagna, riflettendo in parte una rapida correzione rispetto al precedente surriscaldamento del comparto abitativo. In entrambi i paesi, alle costruzioni è riconducibile fra un terzo e la metà del totale dei posti di lavoro soppressi. Forti cali sono evidenti anche nel settore industriale generale e in quello delle attività commerciali e di trasporto, cui è riferibile rispettivamente circa il 15 e il 10 per cento della perdita di occupazione totale nell'area dell'euro. Il contributo dei servizi finanziari e alle imprese – pesantemente colpiti dalla crisi – risulta di norma piuttosto modesto nel confronto, riflettendo in parte il peso limitato di tale settore sul totale degli occupati. La categoria “Altre attività di servizi” (che comprende an-

che il settore pubblico) ha di fatto influito in senso positivo, contribuendo a stabilizzare gli andamenti dell'occupazione.

L'elevata concentrazione settoriale delle perdite di posti di lavoro durante il recente episodio di recessione solleva importanti interrogativi circa il ritmo di un possibile riassorbimento dei lavoratori attualmente in esubero nel più lungo periodo. Per alcuni settori (in particolare le costruzioni, oltre che taluni comparti manifatturieri), il recente ridimensionamento potrebbe in parte radicarsi come risultato di una normalizzazione del precedente surriscaldamento e della probabile ristrutturazione significativa di alcuni rami di attività a seguito della recessione. Ciò comporterà inevitabilmente un calo duraturo dell'occupazione in questi settori, facendo apparire più probabile un aumento della disoccupazione strutturale e di lungo periodo soprattutto se le competenze dei lavoratori in esubero non sono facilmente trasferibili in altri settori.

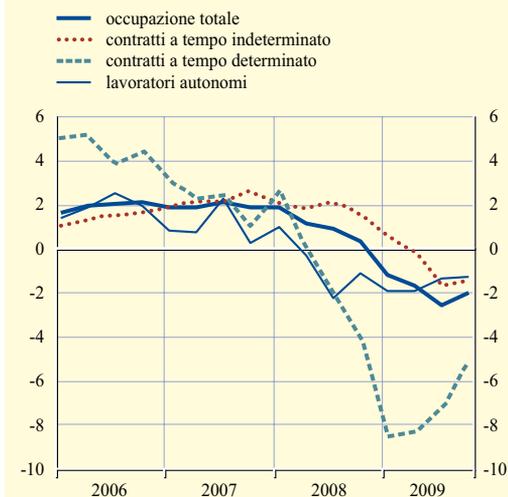
EFFETTI SULLA COMPOSIZIONE DELL'OCCUPAZIONE

Il calo dei posti di lavoro osservato nel recente episodio di recessione è stato distribuito in modo notevolmente eterogeneo non soltanto tra i vari settori ma anche tra le diverse categorie di lavoratori. Gli effetti della recessione sui diversi segmenti del mercato del lavoro (in termini di età, inquadramento contrattuale o competenze) dipendono chiaramente in larga parte dalla composizione settoriale dell'occupazione e dall'esposizione dei vari settori alla fase congiunturale negativa. Tuttavia, anche la struttura di tale mercato – in particolare il ruolo e la copertura dei contratti a tempo determinato – contribuisce in misura rilevante a spiegare la diversa reazione dell'occupazione al rallentamento nei paesi dell'area dell'euro.

I lavoratori a tempo determinato, vale a dire quelli che non godono della tutela offerta dai contratti "permanenti" a tempo indeterminato, sono stati colpiti in modo sproporzionato dall'aggiustamento dell'occupazione nell'area dell'euro. Prima della recessione, la loro quo-

Figura 9 Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro per tipologia di contratto

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

ta era aumentata costantemente e alla metà del 2007 aveva raggiunto circa il 17 per cento del totale. La crescita di questa e di altre forme di occupazione non permanente quali il lavoro autonomo svolto come libero professionista aveva contribuito sostanzialmente al rapido incremento del numero di posti di lavoro osservato nell'area dell'euro prima dello scoppio della crisi. L'incidenza di tali forme era tuttavia molto diversa nei vari paesi: i contratti a tempo determinato costituivano appena il 5 per cento del totale in Slovacchia, ma quasi un terzo in Spagna. Allorché gli effetti delle turbolenze nei mercati finanziari hanno iniziato a pesare sull'economia dell'area dell'euro più in generale, le imprese hanno potuto reagire con rapidità alla maggiore incertezza circa la domanda futura della loro produzione riducendo velocemente il numero di rinnovi dei suddetti contratti.

Tra la fine del 2007 e gli inizi del 2009 i lavoratori a tempo determinato sono notevolmente diminuiti in percentuale del totale. Come mostra la figura 9, il loro aggiustamento durante la recessione è stato relativamente anticipato e di proporzioni maggiori rispetto alle altre

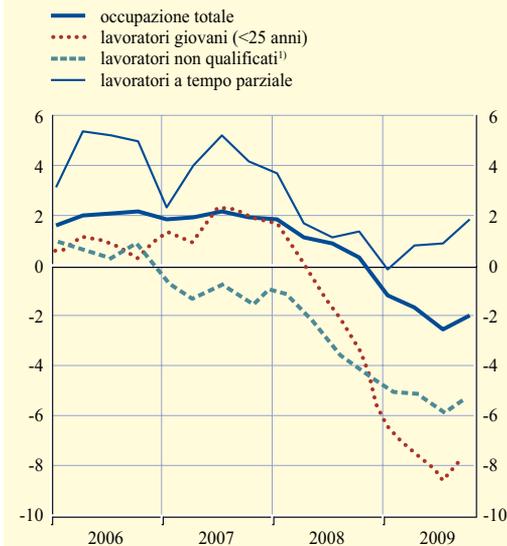
categorie di lavoratori. La tendenza è particolarmente visibile in alcuni paesi e soprattutto in Spagna, dove questo gruppo ha sostenuto quasi interamente il peso della correzione (per motivi in parte riconducibili agli andamenti nel settore delle costruzioni, che ha visto il numero di tali contratti dimezzarsi dall'inizio del rallentamento economico)⁷⁾. Di recente i contratti a tempo determinato avrebbero evidenziato segnali di ripresa più precoce rispetto a forme di occupazione più permanente nell'area dell'euro, pur continuando a registrare tassi annuali di crescita negativi. I lavoratori con contratti a tempo indeterminato, che beneficiano di norme articolate a protezione del posto di lavoro, sono stati notevolmente meno colpiti.

Nel frattempo l'occupazione a tempo parziale ha continuato a crescere (cfr. figura 10). Risulta ancora prematuro valutare la misura in cui l'aumento della sua quota sul totale degli occupati durante la recessione rifletta semplicemente tendenze di lungo periodo oppure l'impatto della crisi. Certamente la recessione ha colpito in grado particolarmente forte settori (quali le costruzioni e l'industria) tradizionalmente contraddistinti da un'occupazione a tempo pieno. Inoltre, le misure anticrisi – concepite in modo tale da preservare i posti di lavoro riducendo il numero di ore lavorate – potrebbero esse stesse avere concorso ad accrescere il peso dei contratti a tempo parziale in quanto i lavoratori ufficialmente inquadrati in contratti a tempo pieno hanno un orario settimanale ridotto. Statistiche recenti dello European Labour Force Survey mostrano un pronunciato incremento della percentuale di contratti a tempo parziale, soprattutto tra gli uomini, dall'inizio della recessione⁸⁾. Anche il tasso di partecipazione delle donne alle forze di lavoro è aumentato, ma soltanto nel segmento a tempo parziale, il che ha concorso a mitigare gli effetti del calo dell'occupazione a tempo pieno⁹⁾.

Altri due gruppi particolarmente colpiti dalla recessione sono i lavoratori giovani (di età inferiore ai 25 anni) e quelli non qualificati (che possiedono al massimo un titolo di scuola me-

Figura 10 Crescita dell'occupazione nell'area dell'euro per determinate categorie di lavoratori

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per lavoratori non qualificati si intendono quelli che possiedono al massimo un titolo di scuola media inferiore.

dia inferiore). Il netto calo delle opportunità di occupazione per i lavoratori più giovani è particolarmente evidente in Spagna e Irlanda, cui è riconducibile nell'insieme circa la metà della flessione totale. Dall'inizio dell'episodio attuale, il tasso di disoccupazione in questa categoria è quasi raddoppiato e in aprile era pari al 20 per cento nell'insieme dell'area (benché più prossimo al 30 per cento in Irlanda e Italia, 35 per cento in Slovacchia e oltre il 40 per cento in Spagna). A parte i costi sociali e finanziari dei lunghi periodi di inattività, il forte ridimensionamento delle opportunità di lavoro per i giovani solleva questioni macroeconomiche

7) Cfr., ad esempio, Bentolila, S., P. Cahuc, J. Dolado e T. Le Barbachon (2010), *Unemployment and temporary jobs in the crisis: comparing France and Spain*, Working Paper del FEDEA, n. 2010-07.

8) Lo European Labour Force Survey chiede alle imprese il numero medio di ore lavorate dei dipendenti a tempo pieno e parziale. È tuttavia possibile che durante una grave recessione il personale sia riclassificato anche se i relativi contratti di impiego "standard" restano invariati.

9) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dell'offerta di lavoro* nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino.

importanti nel più lungo periodo. Tali lavoratori costituiscono potenzialmente una fonte di dinamismo economico, ma rischiano di perdere occasioni formative in grado di accrescere la loro produttività se non hanno accesso ai posti di lavoro che le offrono. La ricerca suggerisce che esperienze negative iniziali nel mercato del lavoro esercitano effetti avversi significativi e durevoli a lungo termine, tra cui un abbassamento permanente della probabilità di occupazione e ingenti perdite di entrate che – almeno per una ridotta percentuale di giovani – possono tradursi in un radicato scoraggiamento e in un allontanamento duraturo dalle forze di lavoro¹⁰.

La recessione avrebbe esacerbato il calo strutturale di lungo periodo della domanda di lavoratori non qualificati. L'entità della flessione presenta tuttavia scarse differenze tra paesi, se si eccettuano quelle riconducibili alla complessiva concentrazione settoriale della recessione: lavoratori non qualificati sono di norma concentrati soprattutto nelle costruzioni e nell'industria.

3 LA REAZIONE DEI SALARI E DEL COSTO DEL LAVORO

Oltre a ridurre l'occupazione, in caso di rallentamento economico le imprese possono abbassare il costo del lavoro ridimensionando i salari. La reattività di questi ultimi dipende dal comportamento delle altre variabili del mercato del lavoro e dell'economia più in generale. Attingendo ai risultati di un'indagine recente del Wage Dynamics Network (WDN) del SEBC, che ha studiato le evidenze generalizzate del collegamento tra salari e occupazione utilizzando diversi metodi¹¹, il riquadro formula osservazioni microeconomiche sulla reazione delle

- 10) Cfr., ad esempio: Hämäläinen, K. (2003), *Education and unemployment: state dependence in unemployment among young people in the 1990s*, Discussion Paper del VATT, n. 312; Burgess, S., C. Propper, H. Rees e A. Shearer (2003), "The class of 1981: the effects of early career unemployment on subsequent unemployment experiences", *Labour Economics*, vol. 10, n. 3.
- 11) Per una sintesi dei risultati e i connessi riferimenti a studi dedicati e alla letteratura sulla materia, cfr. *Wage dynamics in Europe: final report of the Wage Dynamics Network*, dicembre 2009 (disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu).

Riquadro

I RISULTATI DI UNA NUOVA INDAGINE SULL'ADEGUAMENTO DEI MERCATI DEL LAVORO ALLA RECESSIONE NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro esamina talune caratteristiche dell'adeguamento dei mercati del lavoro durante la recessione utilizzando informazioni a livello di impresa. Esso analizza brevemente alcuni risultati ottenuti dalla Wage Dynamics Network¹⁾ dell'Eurosistema/SEBC attraverso, in particolare, una nuova indagine sulle reazioni delle imprese al rallentamento economico durante il suddetto episodio. Avviata nell'estate del 2009 in 10 paesi (Belgio, Repubblica Ceca, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Polonia), l'indagine ha riguardato oltre 5.500 imprese ubicate per l'85 per cento nell'area dell'euro e ha offerto un aggiornamento rispetto alla precedente edizione condotta prima della crisi²⁾.

Le risposte delle imprese sono in linea con le evidenze macroeconomiche sull'intensità della recessione. Nei paesi dell'area dell'euro oggetto dell'indagine, l'impatto negativo del rallen-

- 1) La WDN è una rete che riunisce ricercatori provenienti da 24 banche centrali dell'Unione europea. Prende in considerazione le fonti e le caratteristiche delle dinamiche dei salari e del costo del lavoro più rilevanti ai fini della politica monetaria, oltre che la relazione tra salari, costo del lavoro e prezzi a livello sia macroeconomico sia di impresa.
- 2) L'indagine fa seguito alla precedente WDN Firm Survey on Price and Wage Setting, condotta su base *ad hoc* per raccogliere informazioni relative al periodo antecedente il 2008 presso un campione di oltre 19.000 imprese in 20 Stati membri dell'Unione europea. Una sintesi dei risultati relativi alla fissazione dei salari provenienti dalla prima indagine WDN è fornita nell'articolo *I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa* nel numero di febbraio 2009 di questo Bollettino.

tamento economico sull'attività imprenditoriale è stato considerato nullo da appena il 15 per cento del totale interpellato e forte o eccezionalmente forte dal 38 per cento. Tali valori medi celano una notevole eterogeneità tra paesi: i partecipanti all'indagine che hanno avvertito un impatto forte o eccezionalmente forte sono risultati ad esempio pari al 44 per cento del totale in Belgio e al 28 per cento nei Paesi Bassi. Le imprese sono state principalmente colpite da un calo della domanda (indicato come forte o eccezionalmente forte dal 41 per cento del totale) e in secondo luogo dalle difficoltà di riscossione dei crediti verso la clientela (29 per cento), mentre i problemi di finanziamento sono stati ritenuti relativamente meno importanti (19 per cento). Ciò vale a prescindere dai paesi, dai settori e dalle dimensioni delle unità produttive considerate.

La reazione più comune delle imprese al suddetto calo dell'attività è consistita in una riduzione dei costi, mentre la meno frequente sembra rappresentata dall'abbassamento dei prezzi. Circa il 73 per cento del campione considera il ridimensionamento dei costi una strategia pertinente o molto pertinente. Le misure adottate a questo scopo durante la recessione (cfr. tavola 1) sono consistite principalmente in un aggiustamento del costo del lavoro, ottenuto in gran parte dei casi riducendo l'*input* di manodopera in termini di lavoratori a tempo determinato o indeterminato oppure il numero di ore lavorate per occupato. Le imprese che hanno optato per una riduzione dell'occupazione a tempo determinato come canale principale di adeguamento dei costi costituiscono una quota molto elevata del totale in Belgio, Spagna e Paesi Bassi (oltre il 40 per cento). A conferma del fatto che i salari nell'area dell'euro hanno inizialmente reagito in misura molto scarsa alla crisi, solo poche imprese hanno segnalato una riduzione dei salari di base come strategia principale di riduzione del costo del lavoro; l'adeguamento attraverso le componenti flessibili dei salari è stato invece più diffuso.

Tavola 1 Strategie di riduzione dei costi adottate dalle imprese dell'area dell'euro durante la recessione

Strategia principale	Percentuale di imprese
Riduzione del costo del lavoro	69,9
Adeguamento della quantità di lavoro	
Riduzione del numero di dipendenti a tempo determinato/degli altri dipendenti	27,5
Riduzione del numero di dipendenti a tempo indeterminato	16,6
Riduzione del numero di ore lavorate per occupato	15,4
Adeguamento dei salari	
Riduzione delle componenti flessibili dei salari	8,6
Riduzione dei salari di base	1,5

Fonte: Indagine WDN.

Note: tutte le statistiche sono ponderate per l'occupazione. Il campione comprende Belgio, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi e Austria. Il settore delle costruzioni non è incluso nel campione spagnolo, francese e italiano e quello dell'intermediazione finanziaria non è compreso nel campione spagnolo e francese.

La probabilità che un'impresa riduca il costo del lavoro, e in particolare l'occupazione, è direttamente proporzionale all'intensità dell'impatto provocato dalla crisi. Analogamente, le imprese più grandi hanno maggiori probabilità di allontanare i lavoratori a tempo determinato e minori probabilità di abbassare i costi non connessi al fattore lavoro rispetto a quelle più piccole.

Le statistiche raccolte dall'indagine WDN condotta prima della recente recessione mostrano che nei cinque anni precedenti l'indagine i salari erano stati abbassati raramente e che in gran parte dei paesi appartenenti all'area dell'euro presentavano una generale rigidità verso il basso³⁾. Un riesame di queste statistiche nel contesto della recente crisi finanziaria mostra che tale rigidità resta diffusa. In media, circa il 2,1 per cento delle imprese appartenenti al campione

3) Babecký, J., P. Du Caju, T. Kosma, M. Lawless, J. Messina e T. Rödöm (2010), *Downward nominal and real wage rigidity: survey evidence from European firms*, Working Paper della BCE, n.1105.

considerato nella nuova indagine ha visto calare i salari nel periodo compreso tra l'inizio della crisi e l'estate del 2009 (cfr. tavola 2). Prima della crisi, la quota sul totale del medesimo campione era stata mediamente pari all'1,3 per cento. L'incidenza delle misure di congelamento dei salari è tuttavia aumentata notevolmente dall'inizio della crisi, passando da appena il 7,6 per cento nei cinque anni precedenti il 2008 al 37,1 per cento nell'estate del 2009. Ciò vuol dire nell'insieme che la rigidità verso il basso dei salari era ancora diffusa nell'estate del 2009 e che molte imprese bloccavano i salari invece di ridurli, anche in un contesto di rallentamento economico connesso a tassi di inflazione prossimi allo zero.

Tavola 2 Incidenza delle riduzioni e dei blocchi dei salari nell'area dell'euro durante la recessione

Percentuale di imprese che hanno ridotto i salari			Percentuale di imprese che hanno bloccato i salari		
cinque anni prima della crisi	estate del 2009		cinque anni prima della crisi	estate del 2009	
	riduzione già effettuata	riduzione da effettuare		blocco già effettuato	blocco da effettuare
1,3	2,1	3,3	7,6	37,1	43,1

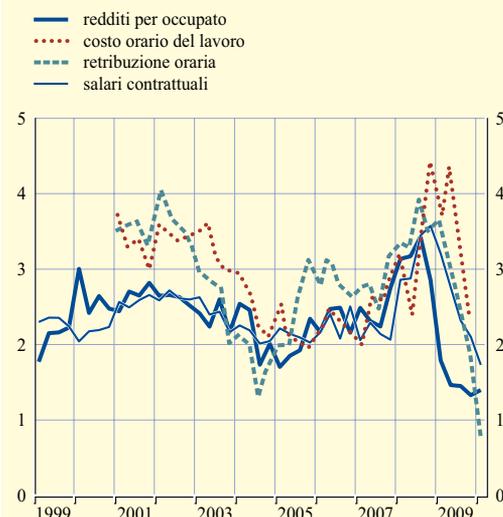
Fonte: Indagine WDN.
Note: cfr. le note della Tavola 1.

Infine, l'analisi empirica conferma l'importanza dei fattori istituzionali nell'influenzare le reazioni delle imprese. In particolare, l'effetto congiunto di livelli più elevati di contrattazioni salariali e di norme rigorose a tutela del posto di lavoro riduce il margine per un abbassamento dei salari e accresce l'adeguamento attraverso il numero di ore lavorate per occupato invece che mediante il numero di occupati⁴⁾. Anche la presenza di strutture centralizzate di fissazione dei salari ostacola l'adeguamento di questi ultimi, compresa la componente flessibile, e induce le imprese a ridurre il costo del lavoro attraverso una correzione del numero di ore lavorate.

4) Cfr. la pubblicazione citata nella nota 11 del testo principale.

Figura 11 Indicatori dei salari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

imprese alla crisi. Se ne evince in generale che l'adeguamento dell'occupazione è stato più rapido e diffuso di quello dei salari.

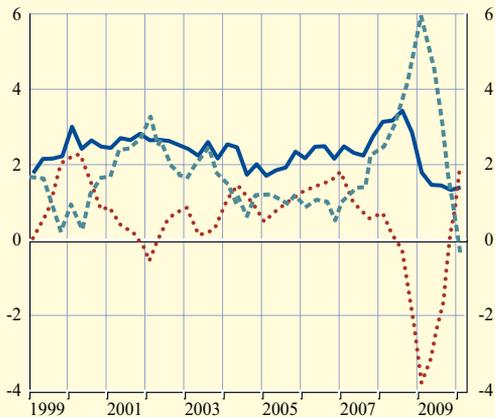
Il rallentamento economico ha avuto un impatto tangibile, seppur ritardato, sulle spinte salariali nell'area dell'euro. La figura 11 mostra quattro diversi indicatori della crescita delle retribuzioni: redditi per occupato, costo del lavoro per ora lavorata, redditi per ora lavorata e salari contrattuali¹²⁾. Dagli inizi della recessione, tutti questi indicatori hanno in un primo momento continuato a salire. Ciò ha rispecchiato gli accordi salariali (la cui durata media rilevata dall'indagine WDN è di circa un anno e mezzo) conclusi nell'area dell'euro nel periodo 2007-2008, contraddistinto da condizioni sempre più tese sul mercato del lavoro e da tassi di inflazione elevati. Nel 2009

12) Per una spiegazione di tali indicatori, cfr. la sezione Prezzi e costi di questo Bollettino.

Figura 12 Indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue)

— redditi per occupato
 produttività
 - - - costo del lavoro per unità di prodotto

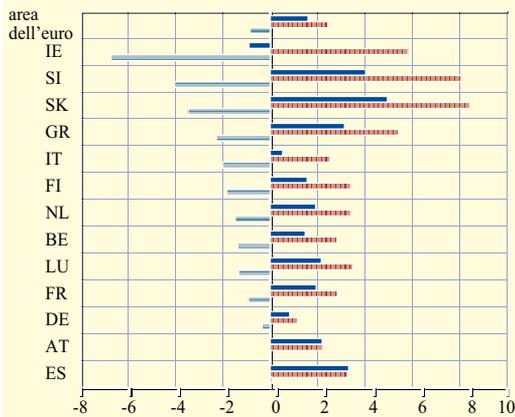


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: per produttività si intende il rapporto tra il PIL e l'occupazione totale. Il costo del lavoro per unità di prodotto è il rapporto tra i redditi per occupato e la produttività.

Figura 13 Crescita media dei redditi per occupato prima e durante la recessione nei paesi considerati

(variazione percentuale annua)

— media; 2° trim. 2008 - 4° trim. 2009
 media; 1° trim. 1999 - 1° trim. 2008
 - - - differenza



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: Cipro, Malta e Portogallo sono esclusi per la limitata disponibilità di dati. Le statistiche relative alla Grecia sono disponibili dal primo trimestre del 2000, quelle concernenti l'Irlanda fino al terzo trimestre del 2009. I dati riguardanti il Lussemburgo, i Paesi Bassi e l'Austria sono aggiornati al quarto trimestre del 2009.

tali tendenze si sono nettamente invertite, poiché il contesto di debole attività, crescente disoccupazione e bassa inflazione determinava esiti più modesti delle trattative salariali, e alla fine dell'anno gran parte delle misure della crescita del costo del lavoro risultava inferiore alle rispettive medie dall'avvio dell'Unione monetaria.

Di riflesso alle tendenze in materia di PIL, occupazione e salari, il tasso congiunturale di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato per un periodo considerevole, raggiungendo un livello massimo del 5,7 per cento nel primo trimestre del 2009, a causa del netto calo registrato dalla produttività come conseguenza del processo di *labour hoarding* (cfr. figura 12). È poi velocemente diminuito, divenendo negativo nel primo trimestre del 2010 quando la produttività registrava un rapido incremento.

I salari hanno reagito alla recessione in modo notevolmente diverso nei singoli paesi dell'area dell'euro, riflettendo le differenze esistenti in ter-

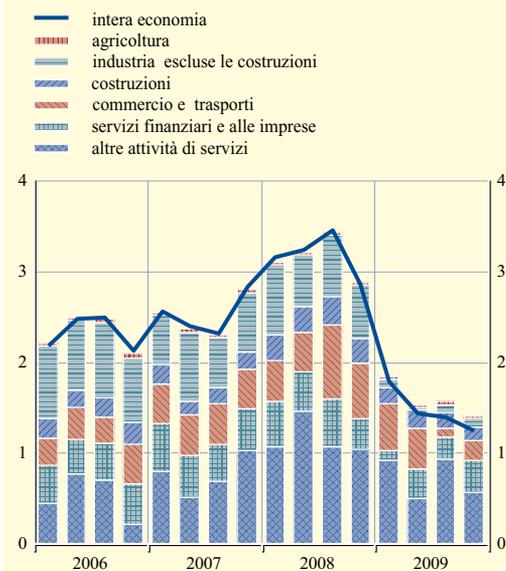
mini di esposizione al rallentamento economico e di impatto delle istituzioni responsabili della determinazione dei salari. Poiché i vari paesi avevano profili salariali diversi prima della recessione, la figura 13 mostra la crescita media annua dei redditi effettivi per occupato durante la crisi (dal secondo trimestre del 2008 al primo del 2010), il tasso di incremento medio annuo nel periodo precedente (dal primo trimestre del 1999 al primo del 2008) e la differenza tra le due serie¹³.

Dall'inizio della recessione i redditi per occupato all'interno dell'area dell'euro sono cresciuti in media di circa l'1,6 per cento sul periodo corrispondente, un incremento inferiore di 0,8 punti percentuali alla media pre-crisi. La riduzione, diffusa e osservabile in quasi tutti i paesi dell'area, è stata particolarmente marcata nelle

13) I salari in questo caso sono misurati come redditi per occupato. Un'altra misura, il costo del lavoro per ora lavorata, ha subito un'evoluzione lievemente diversa durante la crisi per gli andamenti delle ore lavorate.

Figura 14 Crescita media dei redditi per occupato prima e durante la recessione nei paesi considerati

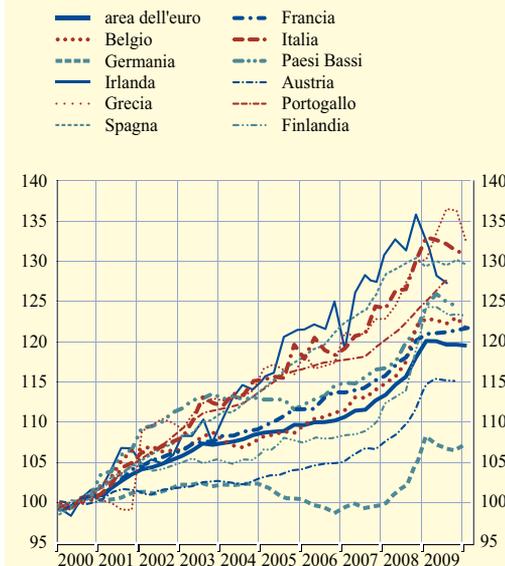
(variazioni percentuali annue e contributo in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i settori sono ponderati utilizzando pesi basati sui redditi

Figura 15 Costo del lavoro per unità di prodotto nei paesi considerati

(indice: 2000 = 100)



Fonte: Eurostat.
Note: statistiche trimestrali aggiornate al primo trimestre del 2010 (terzo trimestre del 2009 per l'Irlanda, quarto del 2009 per i Paesi Bassi e l'Austria). Le stime per il Portogallo si basano su dati annuali. L'evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto in Grecia e Portogallo può differire dai calcoli delle rispettive banche centrali nazionali. Per quanto concerne la Grecia, essa riflette una sostanziale volatilità delle statistiche trimestrali relative ai redditi per occupato.

economie più piccole¹⁴). Ciò potrebbe riflettere l'esistenza di istituzioni responsabili della determinazione dei salari relativamente flessibili e una maggiore disponibilità dei datori di lavoro e dei lavoratori di questi paesi ad accettare un rallentamento della dinamica salariale per limitare il calo dei posti di lavoro, alla luce del ridimensionamento relativamente sensibile dell'occupazione e del PIL durante la crisi. In Spagna, la relativa rigidità delle retribuzioni rispetto alla fortissima reazione dell'occupazione riflette in parte la struttura istituzionale della contrattazione salariale. Poiché quest'ultima si svolge prevalentemente a livello settoriale ed è condotta anche a livello regionale, risulta relativamente difficile adeguare le retribuzioni alla produttività a livello di singola impresa. Di conseguenza, nonostante i bassi livelli di inflazione durante la recessione e l'esistenza di meccanismi di indicizzazione dei salari relativamente diffusi, l'onere dell'adeguamento del mercato del lavoro

spagnolo è stato sostenuto in misura maggiore dall'occupazione.

La scomposizione settoriale dei redditi per occupato nell'area dell'euro rappresentata nella figura 14 mostra come il rallentamento rispetto al picco del terzo trimestre 2008 sia riconducibile soprattutto a tre settori¹⁵ – industria, commercio e trasporti e altre attività di servizi – che vi hanno contribuito per circa 0,6 punti percentuali ciascuno. Di fatto, nel 2009 i salari dell'industria non sono quasi cresciuti. Ciò va in parte ricondotto al minor numero di ore lavorate per occupato in questo settore, che ha conseguentemente ridotto la retribuzione media reale per

14) La crescita delle retribuzioni nel periodo antecedente la crisi in Slovenia e Slovacchia andrebbe interpretata con cautela, in quanto potrebbe in parte riflettere il processo di convergenza.

15) La scomposizione settoriale dei redditi per occupato è attualmente disponibile solo fino al quarto trimestre del 2009.

addebito. Nell'ultimo trimestre oltre la metà della crescita annua dei redditi totali per occupato è stata riconducibile alle "altre attività di servizi", di riflesso alla più elevata capacità di tenuta dei salari del settore pubblico. Nelle costruzioni, il rallentamento relativamente modesto dei redditi per occupato – nonostante il forte calo del prodotto – andrebbe letto nel contesto delle forti perdite di occupazione in tale settore.

L'analisi precedente si è concentrata sulla moderazione della dinamica salariale durante la recessione, ma le prospettive dipenderanno anche dal modo in cui i diversi paesi tenderanno di mantenere (o ripristinare) la competitività. Durante il decennio precedente la crisi, il costo del lavoro per unità di prodotto è cresciuto con relativa rapidità in diverse economie e in particolare in Irlanda, Grecia, Spagna, Italia e Portogallo (cfr. figura 15). Di questi, solo l'Irlanda e – in misura minore – l'Italia hanno registrato aumenti sostenuti della competitività negli ultimi due anni. Diversi paesi dell'area sembrano pertanto richiedere adeguamenti molto più consistenti per poter trarre beneficio da una forte competitività dei salari, che agevoli una crescita equilibrata e sostenibile dell'occupazione e della produzione.

4 IL RUOLO DELLE ISTITUZIONI E DELLE POLITICHE RELATIVE AI MERCATI DEL LAVORO

I governi dell'area dell'euro hanno attuato una serie di misure anticrisi per contrastare gli effetti più gravi della recessione. Quasi tutti hanno adottato politiche intese a ridurre l'orario lavorativo, abbassare le imposte sul lavoro e agevolare le transizioni nel mercato del lavoro per quanti sono alla ricerca di un impiego. Inoltre, circa la metà ha aumentato le prestazioni e l'assistenza per i disoccupati. Numerose misure introdotte, assieme alle rigorose norme a tutela dell'occupazione esistenti in molti paesi, possono avere concorso nel breve periodo ad attutire l'impatto della crisi. Tuttavia, poiché alcune producono effetti indesiderabili sulle prospettive dell'occupazione a più lungo termine, il ritiro

tempestivo di molte di queste contribuirebbe ad accelerare il processo di ristrutturazione.

Le misure di riduzione temporanea dell'orario di lavoro sono state principalmente intese ad agevolare l'adeguamento verso il basso delle ore lavorate come alternativa parziale all'aggiustamento dell'occupazione (cfr. figure 5 e 6). Stando alle stime ufficiali, l'impatto di tali provvedimenti è considerevole in Germania e Italia dove – nel momento di massimo utilizzo – il programma "Kurzarbeit" e la "Cassa integrazione guadagni" sono stati applicati rispettivamente a circa l'1,3 e il 3 per cento delle unità equivalenti a tempo pieno. Gran parte del calo delle ore totali lavorate in Germania è di fatto riconducibile alla riduzione della settimana lavorativa media nel settore privato, più che alla riduzione del numero di occupati (cfr. figura 6).

Molti programmi di lavoro a orario ridotto varati nell'area dell'euro con scadenze inizialmente a breve termine sono già stati prolungati oppure si concluderanno nel 2010. Essi hanno contribuito a evitare la soppressione di un numero eccessivo di posti di lavoro e preservare il capitale umano nel breve periodo. Al consolidarsi della ripresa, tenuto anche conto delle esigenze di ristrutturazione dell'economia, gli adeguamenti necessari potrebbero tuttavia essere ostacolati da un congelamento dell'occupazione in particolari settori. Le misure danno inoltre origine a un notevole onere fiscale, senza creare incentivi per gli investimenti volti a stimolare la ripresa¹⁶.

L'allentamento delle pressioni fiscali sul lavoro è stato in generale applicato ai contributi previdenziali. Nella misura in cui concorrono a ridurre l'onere connesso all'utilizzo della manodopera per le imprese, tali provvedimenti hanno verosimilmente favorito la dinamica dell'occupazione. In gran parte dei paesi dell'area dell'euro il cuneo fiscale è ampio rispetto ai parametri internazionali. Un

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

suo restringimento potrebbe contribuire ad affrontare i punti di debolezza delle riforme precedenti, anche se le misure adottate in tal senso accrescono le esigenze di risanamento dei conti pubblici di determinati paesi. La possibilità di mantenere tali misure potrebbe pertanto dipendere da un inasprimento fiscale in altri ambiti.

Numerosi paesi hanno introdotto provvedimenti volti ad agevolare la ricerca di un nuovo impiego (politiche attive del mercato del lavoro). Gran parte ha varato o ampliato programmi di formazione per i disoccupati con lo scopo di favorire la ristrutturazione delle rispettive economie e molti hanno adottato misure intese ad accrescere il flusso di informazioni nel mercato del lavoro migliorando di conseguenza le prospettive occupazionali dei disoccupati. Il mantenimento o l'estensione di questi provvedimenti potrebbe aiutare chi è alla ricerca di un impiego nell'attuale fase di riallocazione settoriale, nella misura in cui lo consentono le risorse di bilancio. In molti paesi sono stati inoltre introdotti o accresciuti i contributi all'occupazione offerti ai datori di lavoro privati, il cui scopo dovrebbe consistere nel limitare gli effetti di esubero e garantire livelli elevati di creazione di posti di lavoro¹⁷⁾.

Molti governi hanno accresciuto i sussidi di disoccupazione (ad esempio, ampliando i criteri di idoneità) per mitigare l'impatto sociale della crisi. Ciò riduce tuttavia gli incentivi alla ricerca di un lavoro, oltre ad accrescere l'onere fiscale per i paesi dell'area dell'euro.

Uno dei fattori istituzionali più importanti alla base della dinamica del mercato del lavoro negli ultimi anni è il livello di tutela dell'occupazione offerto dalla normativa in vigore. Le riforme volte a moderare il grado di protezione del posto di lavoro e incoraggiare i contratti a tempo determinato hanno sostenuto la robusta crescita dell'occupazione osservata negli anni antecedenti lo scoppio della crisi. In Europa le norme a tutela del lavoro variano notevolmente tra paesi e tipologie di contratto (a tempo determinato o indeterminato). Alcuni paesi offrono livelli di protezione relativamente elevati con-

tro il licenziamento individuale e collettivo dei lavoratori a tempo indeterminato, che hanno concorso almeno in via temporanea ad intensificare il processo di *labour hoarding* e moderare la reazione dell'occupazione. Per contro, le scarse limitazioni alle possibilità di licenziamento dei lavoratori a tempo determinato hanno reso possibile una notevole riduzione del numero di questi ultimi. Tale dualismo sul mercato del lavoro trasferisce pertanto l'onere dell'adeguamento verso questa categoria di lavoratori. Nel più lungo periodo, l'esistenza di norme a tutela dell'occupazione potrebbe persino limitare la creazione netta di posti di lavoro, poiché gli elevati costi di aggiustamento riducono la disponibilità delle imprese ad assumere.

5 CONCLUSIONI

Questo articolo ha preso in esame l'evoluzione dei mercati del lavoro nell'area dell'euro durante il recente episodio di recessione, facendo emergere alcuni risultati principali. Il calo dell'occupazione, che ha fatto seguito alla netta contrazione dell'attività sulla scia di una grave crisi finanziaria, è stato considerevole seppur lievemente meno forte del previsto, almeno nel confronto con i parametri storici. La reazione dei mercati del lavoro è stata inoltre notevolmente diversa nei vari paesi dell'area, per motivi in larga parte riconducibili agli andamenti nelle costruzioni e nel settore manifatturiero. La crisi ha colpito soprattutto alcune categorie di lavoratori: a tempo determinato, giovani e non qualificati, molti dei quali sono stati estromessi dai suddetti settori. I salari hanno reagito solo lentamente e in misura inferiore, di riflesso alle rigidità istituzionali in alcuni paesi, e questo potrebbe avere concorso al calo dell'occupazione.

In prospettiva, è prevedibile che l'occupazione continui a scendere nel 2010, sebbene a tassi inferiori rispetto al passato. Dato il considerevole margine di espansione del numero di ore lavorate, a più lungo termine esiste il rischio che la

17) Cfr. Labour markets and the crisis, Working Paper del Dipartimento economico dell'OCSE, n. 756, 2010.

creazione di posti di lavoro sia insufficiente a ridurre la disoccupazione per un periodo di tempo significativo se la moderazione della dinamica salariale non sarà sufficiente a stimolare la domanda di lavoro. Restano degli interrogativi aperti in merito alla trasferibilità delle competenze specifiche dei lavoratori recentemente estromessi dal settore delle costruzioni e da alcuni segmenti di quello industriale, che potrebbero adesso richiedere un ridimensionamento permanente.

Le riforme sul piano delle politiche dovrebbero essere ora orientate ad agevolare la ristrutturazione e generare una crescita dell'occupazione sufficiente ad assorbire i lavoratori attualmente in esubero. Gli sforzi intesi a ridurre il dualismo del mercato del lavoro in molti paesi dovrebbero concentrarsi su un aumento della mobilità e della flessibilità del mercato del lavoro, più che

sulla ricerca di una maggiore protezione per i lavoratori a tempo determinato. Nella fase di ripresa, ulteriori riforme volte a estendere i contratti flessibili incoraggeranno verosimilmente i datori di lavoro ad assumere in un contesto contraddistinto da livelli elevati di incertezza economica. Serviranno anche altre misure destinate ad ampliare le opzioni formative per i lavoratori in esubero e rafforzare l'efficacia della ricerca di un impiego, oltre che riforme dei regimi fiscali e previdenziali per accrescere gli incentivi finanziari al lavoro. La crescita dell'occupazione dipenderà altresì dal ripristino di condizioni di competitività a livello di impresa, settore e paese. Ciò richiederà ulteriori riforme nei mercati dei beni e servizi e nelle istituzioni responsabili della determinazione dei salari, per fare in modo che le condizioni del mercato del lavoro locale trovino un riflesso adeguato nella contrattazione salariale.

ARTICOLI

Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro



L'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI BILANCIO DELL'AREA DELL'EURO

Nel periodo immediatamente successivo alla crisi economica e finanziaria del 2008-2009 nell'area dell'euro sono stati varati significativi pacchetti di stimolo di bilancio. Sebbene nei decenni recenti si sia preferito dare corso agli stabilizzatori automatici anziché attuare politiche di bilancio discrezionali, la crisi finanziaria ha creato condizioni avverse in cui era probabile che programmi di stimolo tempestivi, mirati e temporanei sostenessero il prodotto con maggiore efficacia che in circostanze normali. Allo stesso tempo, la loro capacità di assicurare una ripresa in grado di autoalimentarsi dipende in maniera cruciale dall'attuazione di una strategia credibile per il rientro dalle misure di stimolo e il consolidamento del bilancio, che promuova la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo periodo.

Il presente articolo riassume i riscontri teorici ed empirici sull'efficacia delle politiche di bilancio, in particolare nell'area dell'euro. In linea con l'evidenza relativa ai moltiplicatori di bilancio, l'analisi suggerisce che i programmi temporanei di stimolo nell'ambito del piano europeo di ripresa economica hanno favorito, in qualche misura, la crescita del prodotto e l'occupazione nell'area dell'euro. Tuttavia, i pacchetti di stimolo hanno anche concorso a un ulteriore peggioramento, pronunciato e persistente, dei saldi di bilancio. Alcuni paesi dell'area dell'euro hanno tardato a decidere e ad attuare le strategie di rientro dalle misure di stimolo e di consolidamento del bilancio, dando luogo a rischi accresciuti per la stabilità finanziaria. Un'analisi illustrativa dei programmi pluriennali di risanamento delle finanze pubbliche indicherebbe che nel lungo termine i vantaggi economici di ripristinare solide posizioni di bilancio nell'area dell'euro sopravanzano di gran lunga i costi di breve periodo.

I INTRODUZIONE

In seguito alla crisi economica e finanziaria internazionale del 2008-2009 i governi del mondo intero hanno attuato politiche di bilancio espansive finalizzate a stimolare la domanda. Per i paesi dell'area dell'euro i pacchetti di stimolo di bilancio ammontano circa al 2 per cento del PIL nel biennio 2009-2010 (senza considerare le misure fuori bilancio e il sostegno economico offerto dagli stabilizzatori automatici di bilancio). Il quadro di riferimento comune per queste politiche di bilancio nazionali anticicliche è stato offerto dal piano europeo di ripresa economica, presentato dalla Commissione europea il 26 novembre 2008 e approvato dal Consiglio europeo l'11-12 dicembre 2008¹⁾.

Sulla base dell'esperienza passata, tuttavia, l'efficacia delle politiche di bilancio espansive anticicliche (discrezionali) è solitamente compromessa a causa dei ritardi nell'attuare le misure, della difficoltà di indirizzare gli interventi alle famiglie e alle imprese più colpite e, più in generale, dell'incertezza circa la reazione dell'economia a temporanei programmi di spesa o sgravi fiscali. Un altro problema concerne la

difficoltà di invertire le politiche espansive inizialmente temporanee, da cui potrebbe derivare una perdita di fiducia in merito alla sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo termine. Di conseguenza, la politica di bilancio anticiclica finalizzata a stabilizzare l'economia è stata ampiamente osteggiata a partire dagli anni '70. Il presente articolo si propone di analizzare l'efficacia delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, incentrandosi specificatamente sulla crisi del 2008-2009, sulla base delle ricerche empiriche esistenti e dell'analisi fondata sui modelli. Oltre a valutare l'efficacia dei programmi di stimolo, l'articolo illustra anche i vantaggi di lungo periodo e i costi nel breve termine dei programmi di risanamento dei conti pubblici. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro già nel 2009 i disavanzi pubblici rispetto al PIL erano superiori al valore di riferimento del 3 per cento del PIL. Anche i rapporti debito pubblico/PIL erano in considerevole aumento, avvicinandosi o superando il 100 per cento in più paesi. Ciò ha messo in

1) Cfr. Commissione europea, *Un piano europeo di ripresa economica*, COM (2008) 800, 26 novembre 2008. Un'analisi sintetica del piano è riportata in van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, aprile 2010.

discussione la sostenibilità nel più lungo termine delle finanze pubbliche. Ambiziosi sforzi di risanamento devono pertanto essere parte integrante della strategia di rientro dalle misure di stimolo per portare le finanze pubbliche in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita.

Il presente articolo considera la politica di bilancio nel complesso dell'area dell'euro, ma va sottolineato che il problema principale per le finanze pubbliche è stato che alcuni paesi hanno completamente ignorato il fatto di non disporre di alcun margine di manovra nel bilancio²⁾. I paesi che ritardano il riequilibrio dei conti pubblici o non riconoscono la gravità della loro situazione di bilancio contribuiscono ai problemi di finanza pubblica nel complesso dell'area dell'euro. Si possono così generare timori circa la stabilità finanziaria. In questa prospettiva, in un'area valutaria unica, le politiche di bilancio devono tenere pienamente conto dei specifici punti deboli a livello nazionale, nel quadro dei dettami del Patto di stabilità e crescita.

L'articolo è così strutturato. La sezione 2 offre una rassegna dei fondamenti teorici dell'efficacia della politica di bilancio, prestando particolare attenzione alle circostanze della recente crisi. In questo contesto, analizza il ruolo della stabilizzazione automatica e della politica di bilancio discrezionale, il concetto dell'equivalenza ricardiana, la questione dei vincoli di liquidità e di credito, nonché l'importanza cruciale di preservare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo termine. La sezione 3 passa in rassegna l'evidenza empirica relativa agli effetti delle politiche di bilancio sulla crescita economica e i riscontri in merito ai moltiplicatori di bilancio. La sezione 4 valuta gli effetti macroeconomici dei programmi di stimolo nel quadro del piano europeo di ripresa economica e tratta anche, più in generale, l'entità dei moltiplicatori nei modelli strutturali utilizzati da svariate istituzioni preposte alle politiche economiche. Nel contesto degli squilibri di bilancio presenti nell'area dell'euro in seguito alla crisi, la sezione 5 analizza i costi e i benefici di programmi pluriennali di risanamento dei conti pubblici. La sezione 6, infine, trae le conclusioni.

2 L'EFFICACIA DELLA POLITICA DI BILANCIO: CONSIDERAZIONI TEORICHE

La presente sezione analizza i fondamenti teorici delle politiche di bilancio anticicliche e degli stabilizzatori automatici. In questo contesto si confronta l'efficacia delle politiche di bilancio in condizioni cicliche normali e nelle circostanze peculiari di una crisi finanziaria seguita da una recessione. La trattazione mette anche in risalto l'importanza cruciale di preservare la sostenibilità delle finanze pubbliche nel più lungo termine quando si elaborano programmi di stimolo³⁾.

LA POLITICA DI BILANCIO ANTICICLICA

L'idea che la spesa pubblica (pur mantenendo costanti le aliquote d'imposta) sia lo strumento corretto per far fronte ai rallentamenti economici si basa sull'assunto che, se la domanda privata è troppo bassa, allora la spesa pubblica stimola la spesa privata. Questa tesi keynesiana è stata messa in discussione da quella neoclassica, in base alla quale la spesa pubblica e le imposte non esercitano alcuna influenza sui livelli aggregati di spesa e occupazione nell'economia. Di conseguenza, tali politiche reindirizzerebbero soltanto risorse dal settore privato a quello pubblico, dando luogo a un totale spiazzamento (*crowding out*). Nella crisi del 2008-2009 la tesi keynesiana sembra aver riguadagnato consensi.

Occorre pertanto considerare i diversi livelli in cui possono verificarsi effetti di spiazzamento. Innanzitutto, il governo intraprenderà attività produttive che altrimenti sarebbero state offerte dal settore privato e perciò la spesa pubblica si sostituirà semplicemente agli investimenti privati. Essa potrebbe poi generare una pressione al rialzo sui tassi di interesse in termini reali, soprattutto nei paesi altamente indebitati. Ciò riduce la spesa privata sensibile ai tassi di

2) Per una valutazione della diversità tra le posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro all'inizio della crisi economica e finanziaria, cfr. per esempio van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, aprile 2010.

3) Cfr. anche Köhler-Töglhofer, W. e L. Reiss (2009), "The effectiveness of fiscal stimulus packages in times of crisis", *Monetary Policy and the Economy*, Q1/09, Oesterreichische Nationalbank, pagg. 78-99.

interesse (come la spesa per beni di consumo durevoli, gli investimenti fissi delle imprese e l'edilizia residenziale). In terzo luogo, vi sono significativi effetti ricchezza negativi associati alla spesa pubblica finanziata con debito. Questo tipo di effetto di *crowding out* è spesso associato all'ipotesi dell'equivalenza ricardiana, secondo la quale le famiglie accantonano gli introiti derivanti da uno stimolo di bilancio finanziato mediante debito in previsione del futuro incremento delle imposte necessario a rimborsare il debito pubblico aggiuntivo. Sulla base di ipotesi piuttosto restrittive (cfr. il riquadro 1), tale comportamento ricardiano implica che la ricchezza netta dei consumatori non varia all'aumentare della spesa pubblica finanziata mediante debito.

In una grave recessione associata a una crisi finanziaria mondiale, come quella cui si è assistito di recente, l'effetto di spiazzamento potrebbe essere potenzialmente più contenuto per vari

motivi. Innanzitutto, la percentuale di soggetti con vincoli di liquidità e/o credito può aumentare durante una recessione, in particolare quando le banche sono soggette a difficoltà di bilancio e riducono l'offerta di credito. Ciò diminuisce la rilevanza del comportamento ricardiano. In secondo luogo, quando l'economia registra un grave rallentamento e l'inflazione è già molto bassa, la banca centrale potrebbe non essere intenzionata a contrastare gli effetti inflazionistici dello stimolo temporaneo. Pertanto, *ceteris paribus*, è probabile che si abbiano una minore pressione al rialzo sul tasso di interesse reale e un effetto di spiazzamento più modesto. In terzo luogo, in presenza di un considerevole *output gap* negativo, la probabilità di spiazzare la spesa privata è verosimilmente inferiore. Infine, a fronte di una recessione mondiale, una risposta di bilancio anticiclica comune (e coordinata) può internalizzare gli effetti che travalicano i confini nazionali e accrescere la sua efficacia per tutti i paesi che vi prendono parte.

Riquadro 1

L'EQUIVALENZA RICARDIANA

Nella teoria economica, si ha un'equivalenza ricardiana quando consumatori lungimiranti accantonano gli introiti derivanti da uno stimolo di bilancio finanziato mediante debito in previsione del futuro aumento delle imposte che sarà necessario per rimborsare il debito pubblico aggiuntivo. La ricchezza netta dei consumatori è quindi invariante nel caso di un aumento della spesa pubblica finanziata mediante debito e i disavanzi di bilancio non avrebbero alcun effetto economico reale nel breve periodo. Questa teoria si contrappone alla tradizionale tesi keynesiana secondo la quale disavanzi di bilancio più elevati stimolerebbero la domanda nel breve termine¹⁾.

La possibilità teorica dell'equivalenza ricardiana si basa su una serie di rigide ipotesi. Fra queste si annoverano famiglie dalla vita illimitata (ovvero un altruismo intergenerazionale all'interno di famiglie dalla vita limitata), flessibilità dei prezzi, imposte in somma fissa (*lump-sum*), mercati dei capitali efficienti e assenza di vincoli di credito.

Da un lato è possibile che, nel caso di una grave recessione, l'equivalenza ricardiana abbia meno probabilità di verificarsi che in circostanze normali. In particolare, l'incidenza delle famiglie con vincoli di liquidità o credito potrebbe aumentare, riducendo l'importanza di un eventuale effetto del comportamento ricardiano. Dall'altro, si è anche argomentato che se i pacchetti di

1) Cfr. Ricardo, D. (1951), "On the principles of political economy and taxation", in P. Sraffa (a cura di), *The works and correspondence of David Ricardo*, volume I, Cambridge University Press, nonché Barro, R. (1976), "Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 82(6), pagg. 1095-117.

stimolo fossero percepiti come permanenti anziché temporanei e inducessero attese di un debito pubblico notevolmente più elevato, la rilevanza del comportamento ricardiano potrebbe effettivamente aumentare. Inoltre, le possibili reazioni negative dei mercati finanziari a incrementi considerevoli del debito pubblico potrebbero compromettere gli effetti economici positivi attesi da uno stimolo di bilancio. Infatti, un accresciuto rischio di inadempienza sul debito pubblico e il potenziale aumento dei tassi di interesse frenerebbero o addirittura annullerebbero lo stimolo economico²⁾.

2) Cfr., ad esempio, Seater, J. (1993), "Ricardian equivalence", *Journal of Economic Literature*, vol. 31, pagg. 142-190.

Quanto all'attuazione effettiva della politica di bilancio, le precedenti considerazioni teoriche suggeriscono che, per essere efficace, uno stimolo di bilancio deve essere tempestivo, mirato e temporaneo⁴⁾. La tempestività tuttavia può essere compromessa da ritardi nel processo decisionale e nell'attuazione. Di fatto, quando l'impulso di bilancio raggiunge l'economia, le misure adottate spesso non sono più necessarie e potrebbero invece rivelarsi procicliche. L'efficacia delle politiche di bilancio può anche essere limitata da richieste di politiche di bilancio attive da parte di categorie sociali diverse, che possono accrescere le difficoltà di decidere le misure discrezionali specifiche. Pertanto, può risultare un compito arduo anche indirizzare le politiche di bilancio a specifici beneficiari. Inoltre, aumenti della spesa o riduzioni della tassazione concepiti inizialmente come temporanei potrebbero, alla fine, rivelarsi difficili da rimuovere per il governo, circostanza che peggiorerà quindi la posizione di bilancio e potrebbe comportare tassi di interesse nazionali più elevati attraverso aumenti dei premi per il rischio. Le espansioni di bilancio realmente temporanee (o di breve durata) riducono l'effetto ricchezza negativo della spesa pubblica e quindi è probabile che l'effetto di *crowding out* sia più contenuto. Alcune analisi mostrano anche che l'espansione dei conti pubblici può essere più efficace quando le famiglie si attendono che sarà riassorbita attraverso future riduzioni della spesa pubblica⁵⁾.

È probabile inoltre che le misure di stimolo di bilancio per taluni settori dell'economia (come gli incentivi alla rottamazione introdotti in vari paesi dell'area dell'euro) o per il mercato del lavoro (ad esempio, il finanziamento della riduzione

ne dell'orario di lavoro) abbiano effetti distorsivi sulla concorrenza e sugli aggiustamenti strutturali. È questo un ulteriore motivo per cui tali stimoli devono avere un carattere temporaneo⁶⁾.

Di conseguenza, sebbene sussistano numerose argomentazioni teoriche per sostenere che gli stimoli di bilancio tempestivi, mirati e temporanei possano essere efficaci, esistono molte questioni pratiche che ne possono invalidare l'efficacia. Allo stesso tempo, questi vincoli pratici possono essere meno importanti in una crisi finanziaria, quando l'aspettativa di una recessione prolungata determina un minore rischio di una reazione prociclica e dovrebbe essere più facile indirizzare gli interventi ai soggetti sottoposti a vincoli di liquidità e/o credito. Inoltre, il carattere temporaneo di uno stimolo di bilancio può essere segnalato da una credibile strategia di rientro dalle misure di stimolo che sia subordinata al consolidarsi della ripresa.

GLI STABILIZZATORI AUTOMATICI

I vantaggi della stabilizzazione automatica sono ben noti. Innanzitutto, gli stabilizzatori automatici sono meno soggetti agli sfasamenti temporali nel processo decisionale rispetto agli

- 4) Per un'ulteriore trattazione e possibili estensioni delle tre condizioni cui è subordinata l'efficacia dello stimolo di bilancio, cfr. ad esempio il riquadro *Politiche di bilancio discrezionali, stabilizzazione automatica e incertezza economica* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino, nonché van Riet, A. (a cura di), *Euro area fiscal policies and the crisis*, Occasional Paper della BCE, n. 109, aprile 2010.
- 5) Cfr. Corsetti, G., A. Meier e G. Müller (2009), *Fiscal stimulus with spending reversals*, Discussion Paper del CEPR, n. 7302.
- 6) Cfr. il riquadro *Gli effetti dei programmi di rottamazione dei veicoli* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino, nonché l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel presente numero del Bollettino.

interventi discrezionali. Inoltre, non dipendono dai processi decisionali politici e il loro impatto economico si adegua automaticamente al ciclo congiunturale. Naturalmente, quanto migliore è la situazione delle finanze pubbliche, tanto più margine ci sarà per un pieno e libero funzionamento degli stabilizzatori automatici. Tale ragionamento è alla base del quadro di riferimento del Patto di stabilità e crescita, secondo il quale i paesi devono conseguire un obiettivo di bilancio a medio termine specifico per paese “prossimo al pareggio o in avanzo”. Di conseguenza, gli stabilizzatori automatici dovrebbero essere la prima linea di difesa quando è in corso un rallentamento dell'economia, purché essi non compromettano la stabilità dei conti pubblici.

IL RISANAMENTO DELLE FINANZE PUBBLICHE

In relazione alle considerazioni esposte, gli effetti di attese favorevoli potrebbero anche, in teoria, più che compensare l'impatto negativo del riequilibrio dei conti pubblici sulla crescita (cosiddetti effetti di bilancio non-keynesiani). Effetti espansivi delle contrazioni di bilancio possono verificarsi se i consumatori, anticipando i benefici derivanti dal risanamento delle finanze pubbliche per il loro reddito permanente, reagiscono aumentando subito i consumi privati. In altri termini, la reazione keynesiana dei consumi privati al processo di risanamento del bilancio, spesso reputata negativa, potrebbe essere invertita. Ad esempio, una riduzione durevole e significativa della spesa pubblica potrebbe indurre i consumatori a ritenere che si avrà anche una riduzione permanente della tassazione nel prossimo futuro, inducendo un effetto ricchezza positivo ed espandendo i consumi privati⁷⁾. In aggiunta e al di là dell'effetto ricchezza positivo, gli effetti espansivi dovuti al riequilibrio delle finanze pubbliche possono anche essere collegati ad altri fattori (come le riforme dal lato dell'offerta o strutturali, gli aggiustamenti della politica monetaria o le svalutazioni del tasso di cambio) abbinati al risanamento dei conti pubblici.

Inoltre, l'annuncio e l'attuazione credibile di una strategia di risanamento delle finanze pubbliche potrebbe diminuire il premio per il rischio asso-

ciato all'emissione di debito pubblico, il che a sua volta riduce i tassi di interesse reali e accresce la probabilità di favorire la spesa privata (*crowding in*). Questo fenomeno si verifica soprattutto nei paesi con disavanzi di bilancio estremamente elevati e un indebitamento pubblico notevole, che nel contesto di una crisi sono i più vulnerabili a mutamenti repentini del clima di fiducia. Tuttavia, se la riduzione della spesa pubblica è modesta e temporanea o manca di credibilità, la spesa privata potrebbe non reagire positivamente alla contrazione del bilancio⁸⁾. Inoltre, la letteratura in materia fa anche riferimento ai benefici di lungo periodo del risanamento dei conti pubblici sul prodotto, derivanti da tassi di interesse a lungo termine più bassi in connessione con un minore fabbisogno finanziario del settore pubblico.

LE POLITICHE DI BILANCIO E LA CRESCITA ECONOMICA NEL LUNGO TERMINE

Il modello di crescita neoclassico tradizionale non prevede che le politiche di bilancio influenzino il tasso di espansione dell'economia nel lungo periodo. Tuttavia, secondo diverse estensioni della teoria neoclassica della crescita, la spesa pubblica e l'imposizione fiscale svolgono un ruolo cruciale nel determinare l'espansione economica nel lungo termine⁹⁾. Inoltre, anche la spesa in infrastrutture pubbliche e quella in ricerca e sviluppo sono importanti fattori di crescita¹⁰⁾. Un altro elemento considerato rilevante è la composizione della spesa pubblica, soprattutto gli investimenti pubblici

- 7) Cfr. Blanchard, O. (1990), “Comment on Giavazzi and Pagano”, in O. Blanchard e S. Fischer (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 1990*, vol. 5, MIT Press, pagg. 111-116.
- 8) Cfr. Giavazzi, F., e M. Pagano (1990), “Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries”, in O. Blanchard e S. Fischer (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 1990*, MIT Press, pagg. 75-111. Per l'evidenza empirica cfr., ad esempio, Afonso, A. (2010), “Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence”, *Applied Economics Letters*, vol. 17(2), pagg. 105-109.
- 9) Cfr. Aschauer, D. (1989), “Is public expenditure productive?”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, pagg. 177-200; nonché Barro, R. e X. Sala i Martin (1995), “Technological diffusion, convergence and growth”, *Journal of Economic Growth*, vol. 2, pagg. 1-27.
- 10) Lucas, R. (1998), “On the mechanism of economic development”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, pagg. 3-42; Barro, R. (1991), “Economic growth in a cross section of countries”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106(2), pagg. 407-430; nonché Romer, P. (1990), “Endogenous technological change”, *Journal of Political Economy*, vol. 98(5), pagg. 71-102.

nell'istruzione, che accrescono il livello del capitale umano e sono una delle principali fonti di crescita economica nel lungo periodo. Pertanto, la spesa produttiva ha un effetto positivo sul potenziale di crescita di un'economia tramite l'aumento della produttività marginale del capitale e/o del lavoro oppure della produttività totale dei fattori. A questo riguardo, la spesa pubblica "essenziale" può essere importante per la crescita del prodotto nel più lungo termine quanto il capitale privato e il lavoro. Essa può innalzare, direttamente o indirettamente, lo stock di capitale umano e fisico e il progresso tecnico nell'economia creando sinergie per le attività private¹¹⁾.

Peraltro, politiche di bilancio efficienti e sostenibili costituiscono un presupposto fondamentale per l'espansione economica nel lungo periodo. Esse comportano una spesa pubblica moderata e prevedibile favorevole alla crescita che stimoli gli investimenti privati e l'innovazione, al contempo riducendo al minimo le potenziali ripercussioni dell'imposizione fiscale tramite la minimizzazione dei disincentivi a risparmiare, investire, lavorare e innovare. Di conseguenza, l'entità, la composizione e la volatilità delle voci di bilancio possono influire sulla crescita economica. In particolare, livelli più elevati di spesa pubblica in rapporto al PIL possono mettere a repentaglio la sostenibilità delle finanze pubbliche e/o aumentare l'onere fiscale a scapito della crescita potenziale.

3 L'EFFICACIA DELLE POLITICHE DI BILANCIO: EVIDENZA EMPIRICA

La presente sezione analizza i riscontri empirici di due filoni della letteratura: il primo riguarda gli effetti della politica di bilancio sulla crescita nel lungo termine, mentre il secondo concerne lo studio dell'entità dei moltiplicatori, ossia dell'impatto delle misure discrezionali di bilancio sul prodotto, considerando i diversi strumenti di finanza pubblica.

GLI EFFETTI DELLA POLITICA DI BILANCIO SULLA CRESCITA NEL LUNGO TERMINE

I riscontri empirici relativi agli effetti delle politiche di bilancio sulla crescita economica,

che interessano i paesi dell'OCSE, si basano prevalentemente su un'analisi *panel* e autoregressiva vettoriale (VAR). I risultati di questi studi possono essere così riassunti: gli effetti negativi discendono da tassazioni distorsive e livelli eccessivi di consumi collettivi e di retribuzioni dei dipendenti pubblici, mentre gli effetti positivi sono associati agli investimenti pubblici e, in particolare, alla spesa per l'istruzione¹²⁾. Ad esempio, l'evidenza empirica disponibile sul tasso di rendimento per l'economia degli investimenti pubblici suggerisce che questi hanno un effetto espansivo e di *crowding in* nella maggior parte dei paesi dell'OCSE¹³⁾. Allo stesso tempo, altri studi empirici rilevano un collegamento negativo tra le dimensioni del settore pubblico e la crescita¹⁴⁾. Ad esempio, sia le dimensioni del settore pubblico sia la variabilità del bilancio tendono a frenare la crescita nei paesi dell'OCSE¹⁵⁾.

I MOLTIPLICATORI DI BILANCIO: EVIDENZA EMPIRICA

Esiste un'ampia letteratura che studia l'entità dei moltiplicatori, vale a dire l'impatto di una modifica delle variabili di bilancio sul livello del prodotto. Ad esempio, secondo l'evidenza disponibile dai modelli VAR bayesiani strutturali per Stati Uniti, Regno Unito, Germania e Italia si rileva che gli shock dal lato della spesa pubblica, in generale, hanno un effetto modesto ma positivo sul PIL. Inoltre, i moltiplicatori della spesa sono positivi ma relativamente contenuti nell'area dell'euro e l'analisi secondo un modello VAR dinamico riscontra che i moltiplicatori della spesa sono saliti a circa 1 nel

11) Cfr. il riquadro *Le politiche strutturali durante una crisi* nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

12) Cfr. una sintesi in Afonso, A. e J. González Alegre (2008), *Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU*, Working Paper della BCE, n. 848.

13) Cfr. Afonso, A. e M. St. Aubyn (2009), "Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects", *Manchester School*, vol. 77(S1), pagg. 21-39.

14) Cfr. Commissione europea, "Public finances in EMU 2008", *European Economy*, 4/2008.

15) Cfr. Afonso, A. e D. Furceri (2008), *Government size, composition, volatility and economic growth*, Working Paper della BCE, n. 849.

1985 per poi scendere approssimativamente a 0,5 nel 2008¹⁶⁾.

Vi è tuttavia una diffusa incertezza negli studi empirici sulla reazione del settore privato agli interventi di bilancio temporanei. I moltiplicatori della spesa e (della riduzione) della tassazione basati su modelli VAR spaziano da valori negativi a valori positivi nettamente superiori a 1¹⁷⁾.

Una delle principali difficoltà nella letteratura empirica è connessa all'individuazione dei cosiddetti shock di bilancio, cioè della componente autonoma delle misure di bilancio. Programmi di stimolo di ampia portata sono tipicamente attuati in periodi di tensioni economiche. Pertanto, gli aumenti della spesa osservati nei dati economici riflettono in genere variazioni nello stato dell'economia, anziché modifiche autonome della politica di bilancio introdotte dai governi. Un altro problema è che l'attuazione delle misure è generalmente preceduta da procedure di bilancio o addirittura legislative. Di conseguenza, le misure di bilancio sono spesso anticipate dal settore privato. In questo caso, aumenta ulteriormente la difficoltà di valutare l'efficacia delle misure di stimolo mediante i modelli VAR¹⁸⁾. Inoltre, come già osservato nella sezione 2, anche la specificità del contesto di politica economica in cui la politica di bilancio anticiclica trova solitamente applicazione rende difficile generalizzare i risultati ottenuti da un numero limitato di episodi di espansioni discrezionali del bilancio¹⁹⁾.

Ulteriori evidenze disponibili suggeriscono altresì che un rapporto tra debito pubblico e PIL più elevato riduce l'efficacia della politica di bilancio. Pertanto, uno stimolo di bilancio in presenza di un minore livello di debito pubblico può avere un effetto più incisivo sulla ripresa economica rispetto a una situazione in cui il debito è superiore²⁰⁾.

Vari studi suggeriscono che l'efficacia di uno stimolo di bilancio basato sulla spesa pubblica può variare notevolmente a seconda dei regimi di politica monetaria e di bilancio (del vigore cioè con cui la politica monetaria e quella di bilancio reagiscono alle variazioni dello stato dell'economia, fra cui il livello debito pubbli-

co) nonché di una serie di altri elementi come le dimensioni del paese, il grado di apertura e altri fattori istituzionali. A tale riguardo, i modelli strutturali offrono un netto vantaggio rispetto agli approcci empirici basati su modelli VAR nella valutazione del ruolo dei diversi contesti di *policy* e istituzionali sull'efficacia delle misure di stimolo. Essi consentono anche di considerare i diversi strumenti della politica di bilancio.

4 EFFICACIA DELLA POLITICA DI BILANCIO NEI MODELLI STRUTTURALI

I governi nell'area dell'euro hanno reagito alla crisi economica con una serie di misure di stimolo di bilancio nel quadro del piano europeo di ripresa economica. La tavola 1 riporta una scomposizione delle varie misure di bilancio attuate a livello dell'area dell'euro, secondo le stime della Commissione europea. Nel complesso, le misure di stimolo di bilancio ammontano all'1,1 e allo 0,8 per cento del PIL rispettivamente negli anni 2009 e 2010. Tali misure di bilancio sono state attuate in aggiunta allo stimolo offerto attraverso il funzionamento degli stabilizzatori automatici di bilancio e non comprendono altre azioni fuori bilancio come iniezioni di capitale, prestiti e garanzie a imprese non finanziarie e investimenti da parte di società pubbliche.

16) Cfr. Blanchard, O. e R. Perotti (2002), "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, pagg. 1329-68; Afonso, A. e R. Sousa (2009), *The macroeconomic effects of fiscal policy*, Working Paper della BCE, n. 991; nonché Kirchner, M., J. Cimadomo, S. Hauptmeier (2010), *Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces*, Discussion Paper del Tinbergen Institute, TI 2010-021/2.

17) Cfr. van Brusselen, P. (2009), *Fiscal stabilisation plans and the outlook for the world economy*, Working Paper dell'ENEPR, n. 55.

18) La casistica, o evidenza aneddotica relativa alle notizie sulle finanze pubbliche, porta a moltiplicatori superiori a quelli previsti nei modelli di bilancio VAR standard. Cfr. Favero, C. e F. Giavazzi (2010), *Reconciling VAR-based and narrative measures of the tax-multiplier*, Working Paper dell'IGIER, n. 360; nonché Ramey, V. e M. Shapiro (1998), "Costly capital reallocation and the effects of government spending", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 48, pagg. 145-94.

19) Cfr., per esempio, Davig, T. e M. Leeper (2009), *Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus*, Research Working Paper della Federal Reserve Bank of Kansas City, n. 09-12.

20) Cfr. FMI, *World economic outlook: crisis and recovery*, aprile 2009, capitolo 3.

Tavola 1 Composizione dei pacchetti di stimolo di bilancio nell'area dell'euro per il 2009-2010

(in percentuale del PIL)

	2009	2010	Strumenti di bilancio corrispondenti nel NAWM
Misure indirizzate alle famiglie	0,4	0,3	Trasferimenti e imposte sul reddito da lavoro per tutte le famiglie; imposte sui consumi
Incremento della spesa per misure destinate al mercato del lavoro	0,1	0,1	Consumi collettivi
Misure destinate alle imprese	0,2	0,2	Imposte sui salari; imposte sui redditi da capitale; crediti d'imposta su investimenti privati
Aumento degli investimenti pubblici	0,3	0,2	Investimenti pubblici
Totale	1,1	0,8	

Fonti: Commissione europea (2009), "Public Finances in EMU 2009", *European Economy*, 5/2009, pag. 14, tavola I.1.1. Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti. Per il 2010 è disponibile solo l'entità complessiva delle misure di stimolo. Le singole misure per tale anno sono calcolate in base alla relativa incidenza sullo stimolo complessivo del 2009.

Nota: nel caso di più strumenti di bilancio nel NAWM, si considera che le misure di stimolo siano ripartite tra ciascuno strumento in misura proporzionale.

La tavola 1 rivela che, nell'ambito del piano europeo di ripresa economica, il sostegno al potere di acquisto delle famiglie rappresenta circa il 40 per cento dello stimolo totale nei paesi dell'area dell'euro nel 2009-2010. Queste misure di bilancio hanno assunto la forma di una riduzione delle imposte dirette, dei contributi previdenziali e dell'IVA, nonché di aiuti diretti, come il sostegno al reddito delle famiglie e gli interventi a favore dei mercati degli immobili, residenziali e non. Notevoli misure di stimolo sono state adottate anche per agevolare direttamente gli investimenti e le imprese. Queste categorie rappresentano rispettivamente circa il 30 e il 20 per cento dello stimolo complessivo. Il sostegno agli investimenti è stato offerto principalmente sotto forma di investimenti pubblici (in infrastrutture), mentre le misure destinate a favorire direttamente le attività imprenditoriali sono state finalizzate soprattutto alla riduzione dei costi delle imprese (riduzione delle imposte e dei contributi previdenziali, aiuti diretti sotto forma di liquidazioni anticipate dei rimborsi IVA, sussidi e intensificazione degli sforzi volti alla promozione delle esportazioni). Le misure concernenti i mercati del lavoro (sussidi salariali e politiche attive del mercato del lavoro) rappresentano circa il 10 per cento dello stimolo complessivo e rappresentano quindi la quota minore delle misure di stimolo nel loro insieme²¹.

Per illustrare, tramite simulazioni, i probabili effetti economici del piano europeo di ripresa economica è stato impiegato il nuovo modello dell'area dell'euro (*New Area-Wide Model*, NAWM)²² della BCE. A tal fine, la tavola 1 fornisce anche informazioni sulle modalità con cui le diverse misure di bilancio attuate nel quadro di detto piano sono state ripartite tra le variabili di bilancio del NAWM nell'esercizio di simulazione. A causa dell'abbinamento inevitabilmente imperfetto tra le precise misure di stimolo adottate dai paesi membri dell'area dell'euro e le variabili di bilancio del NAWM, si è reso necessario un certo grado di discrezionalità. Ad esempio, le misure relative al mercato del lavoro sono state assegnate ai consumi collettivi dal momento che consistono principalmente in

21) Cfr. Commissione europea (2009), "Public finances in EMU", *European Economy*, 5/2009.

22) L'analisi si basa sulla versione del NAWM descritta in Straub, R. e I. Tchakarov (2007), *Assessing the impact of a change in the composition of public spending - a DSGE approach*, Working Paper della BCE, n. 795. Nel modello, l'autorità di bilancio adegua imposte forfettarie in risposta alle deviazioni del rapporto debito pubblico/PIL dal 60 per cento, in linea con il Trattato di Maastricht. L'autorità monetaria segue una regola di Taylor standard in termini di inflazione al consumo e deviazione dal suo obiettivo di stabilità dei prezzi (esclusi gli effetti di primo impatto delle variazioni delle imposte sui consumi) nonché dell'*output gap*. Nel NAWM le famiglie sono diverse rispetto alla loro capacità di accedere ai mercati finanziari. Si ipotizza che una quota fissa del 75 per cento delle famiglie sia ricardiana (non soggetta a vincoli di liquidità) mentre il rimanente 25 per cento sarebbe non ricardiano (con vincoli di liquidità), tipologia quest'ultima che mostra una maggiore propensione ai consumi.

Tavola 2 Effetti economici dello stimolo di bilancio dell'area dell'euro nel NAWM

(percentuali; punti percentuali)					
	2009	2010	2011	2012	2013
PIL in termini reali	0,7	0,6	0,1	0,1	0,1
Inflazione al consumo	-0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1
Rapporto disavanzo pubblico/PIL	0,6	0,7	-0,2	-0,4	-0,3
Rapporto debito pubblico/PIL	-0,1	0,7	1,2	0,9	0,6

Note: il PIL in termini reali è espresso come deviazione percentuale dal valore di riferimento costituito dalla soluzione di equilibrio calibrato del modello. Tutte le altre variabili sono espresse come deviazione percentuale dalla situazione iniziale.

politiche attive del mercato del lavoro, i cui costi sono sostenuti dalle amministrazioni pubbliche. Nondimeno, tenendo presente tale motivo di cautela, le simulazioni riflettono sostanzialmente le misure effettive del piano europeo di ripresa economica.

Nel NAWM l'evoluzione degli strumenti di bilancio specificati nella tavola 1 è imposta e la risposta endogena dell'economia è simulata. Si presume che lo stimolo sia inizialmente completamente finanziato mediante debito. Entro i primi due anni il tasso di interesse nominale e le imposte in somma fissa sono mantenute costanti. Successivamente, il tasso di interesse nominale è corretto per una regola di Taylor e le imposte in somma fissa sono modificate gradualmente per ridurre il rapporto debito pubblico/PIL al suo obiettivo di lungo periodo del 60 per cento. Si osservi che le simulazioni basate sul modello non considerano esplicitamente aspetti di stabilità finanziaria ed eventuali ripercussioni degli accresciuti rischi per la stabilità finanziaria ascrivibili al peggioramento del saldo di bilancio. Le simulazioni inoltre prendono in considerazione l'area dell'euro nel suo complesso e pertanto non affrontano circostanze specifiche delle diverse posizioni di bilancio all'interno dell'area stessa.

La tavola 2 mostra i risultati delle simulazioni ottenuti con il NAWM. L'impatto sul PIL in termini reali nel 2009 e nel 2010 (rispetto alla situazione di equilibrio di riferimento) è positivo, pari rispettivamente a circa lo 0,7 e lo 0,6 per cento²³⁾ ²⁴⁾. Ipotizzando che le misure di stimolo siano rimosse nel 2011, gli effetti sul PIL in ter-

mini reali si dissolvono piuttosto rapidamente. La reazione dell'inflazione al consumo è contenuta, pari a -0,2 punti percentuali nel 2009 e a 0,1 punti percentuali nel 2010. L'impatto sul rapporto disavanzo pubblico/PIL si colloca a 0,6 punti percentuali nel 2009 e a 0,7 nel 2010, seguito da miglioramenti del saldo di bilancio a partire dal 2011. Il rapporto tra debito pubblico e PIL diminuisce lievemente nel primo anno (in ragione dell'effetto favorevole sul denominatore nel 2009), ma in seguito l'impatto diventa positivo e rimane su un livello elevato, raggiungendo un massimo di 1,2 punti percentuali nel 2011²⁵⁾.

Se si considera la ripartizione delle misure di stimolo fornita nella tavola 1, questi risultati sono assolutamente in linea con l'analisi più dettagliata dei moltiplicatori riportata nel riquadro 2. In particolare, secondo le simulazioni, il moltiplicatore medio del piano europeo di ripresa econo-

23) A causa della natura temporanea dello stimolo e poiché lo stock di capitale fisico si modifica lentamente nel modello, l'aumento del PIL in termini reali è ascrivibile principalmente a un aumento dell'occupazione.

24) Gli effetti del piano europeo di ripresa economica sul PIL in termini reali stimati in base al NAWM, ad esempio, sono lievemente inferiori a quelli ottenuti con il modello Quest III della Commissione europea (cfr. Commissione europea, "Public finances in EMU", *European Economy*, 5/2009). Le differenze rispecchiano ipotesi di modellizzazione alternative (ad esempio per quanto concerne l'importanza delle famiglie soggette a vincoli di liquidità e di credito) e una concezione lievemente diversa delle simulazioni. Ad esempio, se si aumenta la quota di famiglie non ricardiane dal 25 al 50 per cento, nel NAWM gli effetti sul PIL in termini reali aumenterebbero dello 0,1 per cento circa nel 2009-2010.

25) La presenza di famiglie ricardiane implica un effetto ricchezza negativo in reazione al futuro incremento delle imposte previsto: pertanto il PIL in termini reali nel breve periodo risente negativamente dell'aumento iniziale del debito pubblico.

mica sul PIL in due anni è pressoché pari a 0,7, valore che ricade decisamente nell'intervallo dei moltiplicatori dei singoli strumenti compreso fra 0 e 2 di cui al riquadro 2 (cfr. tavola B, colonna I). Il riquadro 2 fornisce altresì una spiegazione dettagliata del fatto che le misure temporanee di bilancio basate sulla spesa hanno moltiplicatori maggiori rispetto a quelle basate sulle entrate, poiché le prime stimolano la domanda aggregata direttamente e con maggiore efficacia. In particolare, i moltiplicatori basati sulla spesa vanno da 0,3 a 2, mentre quelli basati sulle entrate da 0 a 0,4 (cfr. riquadro 2, tavola B, colonna I). La composizione del piano europeo di ripresa economica fornita nella tavola 1 rivela che la ripartizione tra le misure basate sulle entrate e quelle basate sulla spesa è approssimativamente 50/50, dando luogo al moltiplicatore complessivo sul PIL nel quadro del piano europeo riportato in precedenza. Queste considerazioni portano alla conclusione che i pacchetti di stimolo avrebbero potuto essere più efficaci nel favorire il prodotto

e l'occupazione se, ad esempio, una loro quota più ampia fosse stata consacrata a misure atte a migliorare temporaneamente gli investimenti pubblici o privati.

Nel complesso, le simulazioni suggeriscono che l'aumento del prodotto riconducibile alle misure temporanee di stimolo di bilancio è positivo, ancorché di breve durata. Allo stesso tempo, i pacchetti di stimolo hanno anche contribuito a un ulteriore peggioramento dei saldi di bilancio. Molti paesi dell'area dell'euro hanno tardato ad attuare le strategie di rientro dalle misure di stimolo di bilancio e di riequilibrio dei conti pubblici. Ne deriva un rischio accresciuto per la stabilità finanziaria poiché si indebolisce la fiducia dell'opinione pubblica nella capacità dei governi di ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Si evidenzia così l'importanza capitale di attuare con sollecitudine strategie di risanamento credibili al fine di ristabilire l'equilibrio di bilancio nel periodo successivo alla crisi.

Riquadro 2

I MOLTIPLICATORI NEI MODELLI DI EQUILIBRIO GENERALE ¹⁾

Dato il diffuso ricorso alla politica di bilancio come strumento per contrastare il crollo della domanda in seguito alla crisi economica e finanziaria, il mondo accademico e le istituzioni preposte alle politiche economiche hanno effettuato di recente numerose ricerche sugli effetti degli stimoli di bilancio utilizzando modelli strutturali di equilibrio generale. I risultati di queste ricerche suggeriscono che un fattore essenziale è il modo in cui lo stimolo stesso è configurato, ad esempio lo strumento di bilancio scelto, la durata dello stimolo, se il tasso di interesse nominale è mantenuto costante o meno e le modalità di finanziamento ²⁾.

L'importanza quantitativa di alcuni di questi fattori è stata analizzata in un esercizio di raffronto dei modelli coordinato dall'FMI nella primavera del 2009 ³⁾. I modelli confrontati, fra cui il NAWM della BCE, condividono molte caratteristiche, come il comportamento lungimi-

1) Il presente riquadro si basa in larga misura su Coenen, G., J. Kilponen e M. Trabandt (2010), *When does fiscal stimulus work?*, *Research Bulletin* della BCE, n. 10.

2) Cfr., ad esempio, questi recenti documenti: Christiano, L., M. Eichenbaum e S. Rebelo (2009), *When is the government spending multiplier large?*, *Working Paper dell'NBER*, n. 15394; Cogan, J. F., T. Cwik, J. B. Taylor e V. Wieland (2009), "New Keynesian versus Old Keynesian government spending multipliers", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 34, pagg. 281-295; Corsetti, G., A. Meier e G. Müller (2009), *Fiscal stimulus with spending reversals*, *Working Paper dell'FMI*, n. 09/106; Erceg, C. e J. Lindé (2010), *Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?*, *Discussion Paper del CEPR*, n. 7624; Hall, R. (2009), *By how much does GDP rise if the government buys more output?*, *Working Paper dell'NBER*, n. 1 5496; nonché Woodford, M. (2010), *Simple analytics of the government expenditure multiplier*, *Working Paper dell'NBER*, n. 15714.

3) Per maggiori ragguagli, cfr. Coenen, G., C. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt e J. in't Veld (2010), *Effects of fiscal stimulus in structural models*, *Working Paper dell'FMI*, n. 10/73..

rante delle famiglie e delle imprese, le rigidità nominali e reali, nonché i vincoli di liquidità e/o credito. I modelli pertanto si discostano dall'ipotesi dell'equivalenza ricardiana analizzata nel riquadro 1. I modelli sono calibrati, o stimati, per gli Stati Uniti, l'area dell'euro/UE e il resto del mondo. Rispecchiando le differenze tra queste aree economiche, i modelli mostrano, fra l'altro, vari gradi di vischiosità dei prezzi, proporzioni diverse di famiglie con vincoli di liquidità/credito e differenti livelli di apertura. In tutti i modelli, la politica monetaria e quella di bilancio sono caratterizzate da semplici regole di interazione.

La tavola A riporta gli intervalli dei moltiplicatori e gli effetti di inflazione ottenuti da vari modelli per l'area dell'euro/UE. Gli effetti sono mostrati alla luce di due ipotesi, cioè che il tasso di interesse nominale reagisca secondo una regola di aggiustamento e che il tasso di interesse nominale rimanga invariato per due anni. Si può osservare che i moltiplicatori dei consumi collettivi sono molto simili fra i vari modelli quando il tasso di interesse nominale è variabile (prossimo, ma inferiore a 1). Un tasso di interesse nominale costante (che caratterizza una situazione in cui la banca centrale non intende contrastare gli effetti inflazionistici di uno stimolo di bilancio) aumenta il moltiplicatore in tutti i modelli. Quando la banca centrale innalza i tassi di interesse nominali in linea con una regola di interazione, il moltiplicatore si colloca tra 0,7 e 0,8, mentre in un contesto di tasso di interesse nominale fisso il moltiplicatore si situa tra 1,1 e 1,7.

La considerevole differenza tra i moltiplicatori è riconducibile alle diverse reazioni del tasso di interesse reale. Se il tasso di interesse nominale rimane fisso, il tasso di interesse reale scende per l'insorgere di pressioni sui prezzi; quando invece il tasso di interesse nominale varia, il tasso di interesse reale aumenta. In quest'ultimo caso, l'aumento del tasso di interesse reale fa sì che le famiglie e le imprese rinviino i piani di consumo e riducano gli investimenti in capitale fisico. In condizioni di tasso di interesse nominale fisso, il calo del tasso di interesse reale determina maggiori consumi e spesa per investimenti rispetto al caso di una risposta endogena del tasso di interesse.

Tavola A Moltiplicatori sul PIL e l'impatto sull'inflazione al consumo sulla base dei modelli per l'area dell'euro/UE

(percentuali; punti percentuali)

	Moltiplicatore sul PIL		Inflazione al consumo	
	Tasso di interesse nominale variabile	Tasso di interesse costante per due anni	Tasso di interesse nominale variabile	Tasso di interesse costante per due anni
Aumenti della spesa				
Consumi collettivi	0,7 – 0,8	1,1 – 1,7	0,0 – 0,1	0,2 – 0,3
Investimenti pubblici	0,8 – 1,1	1,1 – 1,6	0,0 – 0,1	0,1 – 0,3
Trasferimenti a tutte le famiglie	0,0 – 0,2	0,1 – 0,5	0,0 – 0,1	0,1 – 0,1
Trasferimenti alle famiglie non ricardiane	0,1 – 0,6	0,6 – 1,2	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3
Riduzioni delle entrate				
Imposte sui redditi da lavoro	0,1 – 0,3	0,0 – 0,8	-0,1 – 0,0	-0,1 – 0,1
Imposte sui consumi	0,2 – 0,3	0,4 – 1,0	0,0 – 0,0	0,1 – 0,2
Imposte sui redditi da capitale	0,1 – 0,1	0,1 – 0,2	0,0 – 0,0	0,0 – 0,1

Note: la presente tavola fornisce gli intervalli (min-max) del moltiplicatore sul PIL e dell'impatto sull'inflazione generale al consumo (al netto dell'effetto diretto delle variazioni delle imposte sui consumi) in base ai vari modelli. I moltiplicatori di bilancio sono calcolati come deviazione percentuale media del PIL in termini reali in due anni dal dato iniziale. Tutti gli stimoli di bilancio sono standardizzati all'1 per cento del PIL iniziale. Ad eccezione delle imposte sui redditi da capitale, i modelli utilizzati sono il modello QUEST della Commissione europea, il modello GIMF dell'FMI, il NAWM della BCE e lo *Small Fiscal Model* dell'OCSE. Per le imposte sui redditi da capitale i modelli sono QUEST e GIMF. Si presume che lo stimolo duri due anni con in seguito una completa inversione alla situazione originaria. Durante i primi due anni, lo stimolo è interamente finanziato mediante debito.

I risultati riportati nella tavola A evidenziano anche che gli strumenti di bilancio che stimolano direttamente la domanda aggregata (consumi collettivi e investimenti pubblici) o trasferimenti mirati (trasferimenti a famiglie non ricardiane che in ciascun periodo spendono in consumi i loro redditi da lavoro) inducono moltiplicatori più elevati rispetto agli sgravi fiscali nel breve periodo. La differenza tra i moltiplicatori è connessa al vigore degli effetti ricchezza negativi impliciti. Nel caso di aumenti temporanei della spesa pubblica, l'effetto ricchezza negativo della spesa pubblica (ossia l'aumento del valore attuale di imposte da corrispondere in futuro per compensare il bilancio pubblico nel tempo) è modesto. Pertanto, lo spiazzamento della spesa privata è limitato quando lo stimolo è di breve durata. Per lo stesso motivo, gli sgravi fiscali temporanei hanno solo effetti contenuti sulla spesa privata poiché l'effetto ricchezza favorevole implicito è modesto.

Elementi che incidono sul moltiplicatore in base ai risultati del NAWM

Mediante l'impiego del NAWM, la tavola B mostra come sui moltiplicatori per l'area dell'euro incidano varie ipotesi concernenti il contesto economico nonché strumenti di bilancio alternativi. Queste ipotesi o strumenti alternativi riflettono, per quanto possibile, le varie differenze nell'area dell'euro tra le caratteristiche specifiche per paese.

Vari risultati interessanti si evincono dal caso di riferimento (cfr. colonna I), in cui si ipotizza un tasso di interesse nominale costante nei due anni per riflettere le circostanze eccezionali della crisi. Innanzitutto, i moltiplicatori del NAWM tendono a collocarsi sui valori più bassi degli intervalli riportati nella tavola A per effetto di ipotesi di modellizzazione alternative (ad esempio riguardanti l'importanza delle famiglie con vincoli di liquidità e il grado delle rigidità nominali). In

Tavola B Moltiplicatori sul PIL dell'area dell'euro: risultati ottenuti dal NAWM

(percentuali; punti percentuali)

	Valori di riferimento	Tasso di interesse nominale variabile	Stimolo di 1 anno	Stimolo tardivo	Rimozione graduale dello stimolo	Numero più elevato di famiglie non ricardiane	Premi per il rischio insiti nei rendimenti dei titoli di Stato	Prezzi più flessibili	Economia più aperta
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Aumenti della spesa									
Consumi collettivi	1,2	0,8	0,6	0,8	0,6	1,2	1,1	1,3	1,1
Investimenti pubblici	1,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,2	1,0	1,2	1,0
Trasferimenti a tutte le famiglie	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2
Sussidio agli investimenti privati (credito d'imposta)	2,0	1,0	0,6	1,6	1,4	2,1	2,1	2,4	0,9
Riduzioni delle entrate									
Imposte sui redditi da lavoro	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1
Imposte sui consumi	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3	0,5	0,3
Ritenute sui salari corrisposti dalle imprese (contributi previdenziali)	0,1	0,3	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,3
Imposte sui redditi da capitale	0,1	0,1	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1

Note: la presente tavola fornisce i moltiplicatori sul PIL per l'area dell'euro ricavati dal NAWM della BCE per vari strumenti di bilancio e specificazioni del modello. Il moltiplicatore è calcolato come deviazione percentuale media del PIL dal suo valore di riferimento durante i primi due anni. Lo stimolo di bilancio è standardizzato all'1 per cento del PIL di riferimento ed è inizialmente interamente finanziato tramite debito. Dopo la fine dello stimolo, le imposte in somma fissa sono corrette per ridurre il rapporto debito/PIL al suo obiettivo di lungo periodo del 60 per cento. Nel caso di riferimento, lo stimolo di bilancio dura due anni con in seguito una completa inversione alla situazione originaria; l'autorità monetaria inoltre mantiene fisso il tasso di interesse durante i primi due anni.

secondo luogo, i risultati confermano il precedente riscontro secondo il quale gli stimoli temporanei basati sulla spesa in genere comportano moltiplicatori più elevati di quelli basati sulle entrate. In terzo luogo, tra tutti gli strumenti, i sussidi per gli investimenti privati producono il moltiplicatore più elevato poiché offrono gli incentivi più forti a investire nella capacità produttiva, che in ultima istanza amplifica lo stimolo iniziale. Infine, le riduzioni dei contributi previdenziali versati dalle imprese hanno solo un effetto modesto sul prodotto, poiché la natura temporanea dello stimolo non induce le imprese a ridurre i prezzi in misura sufficiente a stimolare la domanda. Ciò è riconducibile alla presenza di rigidità nominali relativamente elevate nell'area dell'euro.

In linea con i risultati dell'esercizio di raffronto dei modelli a cura dell'FMI, un tasso di interesse nominale variabile (cfr. colonna II) riduce il moltiplicatore per le misure dal lato della spesa a causa dell'aumento del tasso di interesse reale rispetto al caso di riferimento.

Se si ipotizza uno stimolo di un anno anziché di due (cfr. colonna III), il moltiplicatore si riduce a causa della presenza di rigidità nominali e reali, che impediscono la propagazione di uno stimolo più breve. D'altro canto, la tavola B mostra anche che le espansioni del bilancio che superano nettamente i due anni (cfr. colonna V) determinano reazioni del prodotto considerevolmente inferiori, ossia danno luogo a moltiplicatori più modesti. Il motivo risiede nel fatto che espansioni più durature comportano un maggior incremento del valore attualizzato delle imposte da pagare in futuro e quindi un più ampio effetto ricchezza negativo⁴⁾.

Si è sostenuto che gli stimoli di bilancio sono soggetti a ritardi decisionali o attuativi. La colonna IV della tavola B mostra che uno stimolo ritardato di un anno riduce il moltiplicatore in ragione degli effetti di previsione. In particolare, motivazioni di contenimento dei consumi, in concomitanza con la previsione di effetti ricchezza negativi, inducono le famiglie ad accrescere i risparmi, riducendo il moltiplicatore.

L'evidenza empirica suggerisce che la crisi economia e finanziaria ha aumentato l'incidenza delle famiglie con vincoli di liquidità o credito (non ricardiane). Se si ipotizza una quota di famiglie non ricardiane del 50 per cento (cfr. colonna VI) anziché del 25 per cento il moltiplicatore aumenta poiché le misure di bilancio aumentano direttamente o indirettamente il reddito disponibile per queste famiglie. Quantitativamente, tuttavia, l'effetto di una quota più elevata di famiglie non ricardiane è contenuto, a indicazione del fatto che è compensato dal comportamento di quelle ricardiane.

La colonna VII nella tavola B mostra che il moltiplicatore si riduce se nell'analisi si tiene conto dei premi per il rischio incorporati nel rendimento dei titoli di Stato. Lo stimolo è finanziato inizialmente dal debito pubblico. In considerazione dei premi per il rischio, le famiglie effettuano un risparmio maggiore in previsione di un maggiore ammontare complessivo di debito pubblico in essere che deve essere rimborsato mediante imposte future più elevate. Il moltiplicatore così diminuisce.

In paesi con prezzi più flessibili (cfr. colonna VIII), i moltiplicatori basati sulla spesa aumentano se il tasso di interesse nominale è mantenuto costante. Il maggior incremento dell'inflazione in risposta allo stimolo si traduce in un calo più pronunciato del tasso di interesse reale, che in ultima istanza promuove con maggiore efficacia la domanda aggregata.

4) Cfr. anche il riquadro *L'efficacia delle diverse misure fiscali di stimolo all'economia* nel numero di marzo 2009 di questo Bollettino, pagg. 82-85.

Infine, un grado più elevato di apertura (colonna IX) riduce il moltiplicatore poiché una parte dello stimolo di bilancio interno si diffonde al resto del mondo attraverso gli scambi commerciali e i mercati dei capitali.

Nel complesso, questi risultati suggeriscono che i moltiplicatori della spesa sono, in media, i più sensibili al presupposto che il tasso di interesse nominale sia mantenuto costante o meno e alla durata dello stimolo. I moltiplicatori delle imposte, a loro volta, sono più sensibili alle ipotesi riguardanti i premi insiti nei rendimenti dei titoli di Stato e al grado di vischiosità dei prezzi. In qualche caso, le riduzioni delle imposte possono essere controproducenti (moltiplicatore negativo). Il motivo risiede nel fatto che, con un tasso di interesse nominale fisso, una minore imposizione fiscale comporta una riduzione dell'inflazione e quindi un tasso di interesse reale più elevato, che spiazza la domanda privata. Ciò riflette ancora una volta l'importanza del canale del tasso di interesse reale nel trasmettere la risposta di bilancio alla spesa privata.

Infine, il moltiplicatore della spesa più elevato è associato a crediti di imposta sugli investimenti, mentre il moltiplicatore delle imposte più elevato è associato alle tasse sui consumi. I moltiplicatori della spesa e delle imposte più bassi si riscontrano rispettivamente in relazione ai trasferimenti a tutte le famiglie e alle riduzioni delle imposte sul lavoro.

5 COSTI E BENEFICI DEL RISANAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

Le politiche di bilancio espansive e il funzionamento degli stabilizzatori automatici, congiuntamente a entrate alquanto inferiori alle attese, hanno contribuito a un brusco peggioramento delle finanze pubbliche dell'area dell'euro e ne hanno messo a repentaglio la sostenibilità nel lungo periodo. Il rapido deterioramento delle prospettive per i conti pubblici è illustrato nella figura 1. Dopo essere stato prossimo al pareggio nel 2007, il bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro evidenzerebbe un disavanzo del 6,1 per cento del PIL nel 2011 secondo le proiezioni della Commissione, per effetto di un rialzo del rapporto spesa/PIL e di un costante calo del rapporto entrate/PIL.

In questo contesto, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro, influenzato anche dal sostegno pubblico per stabilizzare il settore finanziario, continua ad aumentare anche nel corso della ripresa e del progressivo venir meno delle misure temporanee di stimolo (cfr. figura 2). Infatti, il debito pubblico dell'area dell'euro in rapporto al PIL, dopo essere sceso da circa il 72 per cento del 1999 al 66 per cento del 2007, è

aumentato al 69,4 per cento nel 2008 e aumenterebbe ulteriormente all'88,5 per cento nel 2011.

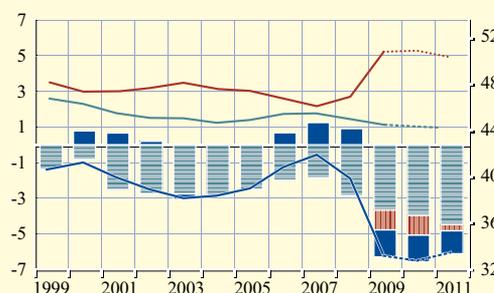
Data l'entità degli squilibri di bilancio accumulati, ambiziosi sforzi di risanamento dei conti pubblici su un orizzonte temporale più lungo devono chiaramente essere parte integrante della strategia di rientro dalle misure di stimolo per portare le finanze pubbliche in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita. Nella presente sezione si esaminano gli effetti macroeconomici del riequilibrio di bilancio prestando particolare attenzione ai costi nel breve periodo e ai potenziali vantaggi nel lungo termine rispetto al PIL in termini reali dell'area dell'euro. Al fine di agevolare la comparabilità con i risultati forniti nella sezione precedente, l'espressione "nel breve termine" fa riferimento alla deviazione del PIL in termini reali dal suo livello iniziale durante i primi due anni, mentre l'espressione "nel lungo termine" alla deviazione del PIL in termini reali rispetto al suo livello iniziale quando la correzione è completa.

È naturale chiedersi innanzitutto se i moltiplicatori relativi allo stimolo e al risanamento dei conti pubblici sul prodotto siano simmetrici. Se i programmi intesi al riequilibrio di bilancio

Figura 1 Saldo di bilancio dell'area dell'euro e sue componenti nel periodo 1999-2011

(in percentuale del PIL)

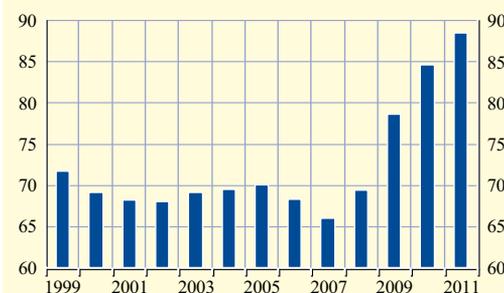
- componente ciclica del saldo di bilancio (scala di sinistra)
- pacchetti di stimolo di bilancio (scala di sinistra)
- saldo di bilancio corretto per il ciclo, al netto dello stimolo di bilancio (scala di sinistra)
- saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (scala di sinistra)
- spesa pubblica complessiva (scala di destra)
- entrate pubbliche complessive (scala di destra)



Fonti: Commissione europea, European Economic Forecast – Spring 2010.
 Note: i dati per il 2010 e il 2011 sono proiezioni. Si considera che un terzo dello stimolo del 2010 permanga nel 2011.

Figura 2 Debito delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea, European Economic Forecast – Autumn 2009 per il 1999 e il 2000 nonché European Economic Forecast – Spring 2010 per gli altri anni.
 Nota: i dati per il 2010 e il 2011 sono proiezioni.

mirano a conseguire solo riduzioni temporanee dei disavanzi pubblici, allora i costi nel breve termine per il prodotto potrebbero essere considerati come immagini speculari dei programmi di stimolo. In altri termini, se uno stimolo temporaneo accresce il PIL in termini reali dell'1 per cento, uno sforzo temporaneo di risanamento dovrebbe ridurlo dell'1 per cento. Pertanto, l'analisi dei moltiplicatori discussi nel riquadro 2 potrebbe essere interpretata come un'analisi del risanamento dei conti pubblici con le reazioni del PIL in termini reali invertite di segno.

Occorre tuttavia evidenziare che i programmi di risanamento dei conti pubblici, se studiati in modo adeguato, mirano a conseguire miglioramenti dei saldi di bilancio permanenti anziché temporanei. Quando sono anticipati dalle famiglie e dalle imprese, i miglioramenti permanenti dei saldi di bilancio possono indurre, a loro volta, effetti positivi sulle aspettative tali da attenuare i costi nel breve termine del risanamento dei conti pubblici, come approfondito nella sezione 2.

Facendo ricorso al NAWM della BCE, la tavola 3 illustra gli effetti di breve e lungo termine del

risanamento dei conti pubblici sotto varie ipotesi riguardanti le modalità di conseguimento del riequilibrio²⁶. Le simulazioni non si propongono di rendere esattamente conto in termini quantitativi del risanamento delle finanze pubbliche, bensì di mostrare semplicemente i principali fattori rilevanti ai fini della determinazione dei relativi vantaggi nel lungo termine e costi nel breve.

Rispecchiando l'aumento previsto dei rapporti debito/PIL nei paesi dell'area dell'euro, le simulazioni considerano gli effetti di una riduzione permanente di 30 punti percentuali di tale rapporto (dal 90 al 60 per cento) in linea con il valore di riferimento per il rapporto debito/PIL previsto dal Trattato²⁷. La riduzione permanente del rapporto debito pubblico/PIL,

26) Per un'analisi in proposito cfr. Coenen, G., M. Mohr e R. Straub (2007), *Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs*, Working Paper della BCE, n. 902.

27) Per un elenco delle riduzioni del debito di entità analoga o addirittura superiore effettuate con successo in passato, cfr. ad esempio il riquadro *Il programma di aggiustamento economico e finanziario della Grecia* nel numero di maggio 2010 di questo Bollettino.

Tavola 3 Costi e benefici del risanamento delle finanze pubbliche: risultati delle simulazioni con il NAWM

(percentuali; punti percentuali)

	In assenza di effetti di fiducia			In presenza di effetti di fiducia		
	breve termine	lungo termine		breve termine	lungo termine	
	PIL in termini reali	PIL in termini reali	Imposte sul lavoro	PIL in termini reali	PIL in termini reali	Imposte sul lavoro
Riduzioni permanenti della spesa						
Consumi collettivi	-0,6	0,4	-4,0	-0,4	1,8	-4,3
Investimenti pubblici	-0,7	-1,7	-2,6	-0,5	-0,3	-3,0
Trasferimenti a tutte le famiglie	0,3	1,6	-4,4	0,5	3,0	-4,7
Trasferimenti alle famiglie non ricardiane	0,6	2,2	-4,8	0,8	3,6	-5,1
Aumenti permanenti delle entrate						
Imposte sui redditi da lavoro	-0,3	0,5	-1,8	-0,1	1,9	-2,2
Imposte sui consumi	-0,1	0,9	-4,0	0,1	2,3	-4,3
Ritenute sui salari corrisposti dalle imprese (contributi previdenziali)	-0,6	0,5	-3,0	-0,4	1,9	-3,3
Imposte sui redditi da capitale	-0,4	-1,1	-3,9	-0,2	0,4	-4,1

Note: la presente tavola mostra, in base al NAWM della BCE, gli effetti di una riduzione permanente del rapporto debito/PIL dell'area dell'euro dal 90 al 60 per cento attuata attraverso diversi strumenti di bilancio. Si ipotizza che ciascuno strumento di bilancio sia corretto dell'1 per cento del PIL della situazione di equilibrio iniziale. Il margine di manovra creato dal risanamento, trascorsi dieci anni, è in parte utilizzato per ridurre le imposte sui redditi da lavoro con effetto distorsivo. Il PIL in termini reali è misurato in deviazioni percentuali dalla sua situazione di equilibrio iniziale. L'aliquota di imposta sul lavoro è misurata in termini di deviazioni in punti percentuali dalla sua situazione di equilibrio iniziale. L'espressione "breve termine" fa riferimento alla deviazione percentuale media del PIL in termini reali dalla sua situazione iniziale di equilibrio durante i primi due anni. L'espressione "lungo termine" fa riferimento alla deviazione in percentuale/punti percentuali delle variabili nei loro nuovi punti di equilibrio rispetto a quelli iniziali. Il riquadro "In presenza di effetti di fiducia" mostra gli effetti quando il tasso di interesse a lungo termine di equilibrio scende in via definitiva di 30 punti base all'anno in risposta al risanamento permanente.

attuata attraverso una variazione standardizzata dell'1 per cento di un particolare strumento di bilancio, crea un margine di manovra che è assegnato nel medio e più lungo termine a riduzioni delle imposte sui redditi da lavoro con effetti distorsivi²⁸⁾,²⁹⁾.

La tavola 3 mostra che vari strumenti di bilancio danno luogo a considerevoli vantaggi nel lungo termine, misurati in termini di PIL reale, indotti nel lungo periodo da una riduzione delle aliquote di imposta sui redditi da lavoro con effetti distorsivi. Si tratta di una conseguenza del margine di manovra resosi disponibile e dei benefici dinamici derivanti da una produttività più elevata e dall'accumulazione di capitale. Per motivi spiegati di seguito, la valutazione dei costi nel breve termine (nei primi due anni) e dei vantaggi nel lungo periodo del risanamento dei conti pubblici varia a seconda che si tenga conto o meno degli effetti di fiducia. Come suggerito nella sezione 2, nella seguente analisi si considerano gli effetti di fiducia positivi tramite una riduzione permanente del tasso di interesse

a lungo termine e quindi costi finanziari del debito pubblico inferiori.

RISULTATI IN ASSENZA DI EFFETTI DI FIDUCIA

Iniziando dal caso in cui il tasso di interesse a lungo termine non risente del risanamento permanente dei conti pubblici (nella tavola 3 alla voce "In assenza di effetti di fiducia"), risulta

28) Il margine di manovra creato dal risanamento è utilizzato esclusivamente per ridurre il debito pubblico entro i primi dieci anni. In seguito, si consente alle imposte sui redditi da lavoro di adeguarsi in risposta alle deviazioni del disavanzo pubblico dal suo obiettivo di lungo periodo (in linea con un rapporto debito/PIL del 60 per cento).

29) Si noti che l'assetto per la simulazione di risanamento permanente è diverso da quello delle misure temporanee di stimolo di bilancio. In quest'ultimo caso, l'aumento temporaneo del debito pubblico per finanziare lo stimolo è inizialmente riassorbito mediante aumenti delle imposte forfetarie nel medio termine. Come discusso nella sezione precedente, questo risanamento temporaneo previsto (ossia l'aumento delle imposte forfetarie future) induce un effetto ricchezza negativo e pertanto riduce il moltiplicatore del PIL. Nel caso invece del risanamento permanente analizzato in questa sezione, i singoli strumenti di bilancio come i consumi collettivi, gli investimenti pubblici, le imposte sui consumi, ecc., sono modificati in via definitiva al fine di conseguire una riduzione permanente del rapporto debito pubblico/PIL.

che i vantaggi nel lungo termine si collocano in un intervallo fra lo 0,4-2,2 per cento del PIL in termini reali della situazione di equilibrio iniziale. Sono degne di nota due eccezioni: le riduzioni degli investimenti pubblici e gli aumenti delle imposte sui redditi da capitale comportano nel lungo termine una flessione del PIL reale. Entrambe le misure hanno un impatto negativo sullo stock di capitale pubblico e privato per cui la capacità produttiva dell'economia diminuisce. È interessante osservare che il calo dell'aliquota di imposta sul lavoro, che ha un effetto positivo sull'occupazione, non può compensare del tutto il calo del capitale a livello dell'intera economia, il che significa che rimane un impatto negativo nel lungo periodo sul PIL in termini reali.

I costi nel breve termine del risanamento dei conti pubblici sono in genere contenuti rispetto ai vantaggi permanenti. In alcuni casi (minori trasferimenti), si potrebbero anche avere effetti positivi nel breve termine in ragione di un marcato effetto ricchezza negativo che dà luogo a un incremento dell'offerta di lavoro.

La riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL è endogena e ha un'evoluzione graduale. Ad esempio, nel caso di una riduzione permanente dei consumi collettivi pari all'1 per cento del PIL della situazione di equilibrio iniziale, il rapporto debito pubblico/PIL si riduce di circa 10 punti percentuali dopo dieci anni, di 15 dopo quindici anni e di 20 dopo ventidue anni.

RISULTATI IN PRESENZA DI EFFETTI DI FIDUCIA

La tavola 3 presenta anche i risultati nel caso in cui si tenga conto di effetti di fiducia positivi (alla voce "In presenza di effetti di fiducia"), generando una riduzione permanente del tasso di interesse a lungo termine e quindi dei costi finanziari del debito pubblico. Una riduzione permanente dei costi finanziari accresce notevolmente i vantaggi del risanamento dei conti pubblici nel lungo periodo: offre un maggiore margine di manovra nel bilancio, utilizzato per abbassare le imposte sui redditi da lavoro in modo da ridurre ulteriormente l'impatto di-

storsivo. Gli effetti di fiducia comportano anche costi di risanamento nel breve termine moderatamente più contenuti, in quanto i costi di finanziamento più bassi alimentano direttamente la domanda interna e sono previsti vantaggi economici più importanti nel lungo periodo da famiglie e imprese. Per esempio, nel caso dei consumi collettivi, una riduzione permanente di 30 punti base dei costi finanziari del debito pubblico determina, rispetto alla situazione in cui gli effetti di fiducia non sono presi in considerazione, un ulteriore incremento del PIL in termini reali nel lungo periodo dell'1,4 per cento e costi di risanamento dei conti pubblici in termini di PIL reale nel breve periodo inferiori dello 0,2 per cento³⁰⁾ ³¹⁾. Anche i vantaggi relativi derivanti dagli effetti di fiducia per gli altri strumenti di bilancio sono del medesimo ordine di grandezza.

Dal raffronto con l'analisi dei moltiplicatori di bilancio temporanei della tavola B nel riquadro 2 si evince che i costi nel breve termine corrispondono in genere soltanto alla metà circa della loro entità, se si considera un risanamento permanente basato sulla spesa. Ulteriori risultati di simulazioni suggeriscono che i vantaggi nel lungo periodo possono anche essere maggiori se il margine di manovra aggiuntivo creato dal risanamento dei conti pubblici è utilizzato per ridurre le imposte sui redditi da capitale, anziché quelle sui redditi da lavoro.

Nel complesso, le simulazioni illustrano che il risanamento dei conti pubblici, se disegnato in maniera appropriata per sfruttare appieno i vantaggi economici di lungo periodo, può essere conseguito a costi contenuti nel breve termine, compiendo al contempo un passo decisivo verso il ripristino nell'area dell'euro della sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo termine.

30) La riduzione di 30 punti base dei costi finanziari del debito pubblico si basa sull'evidenza empirica relativa alla relazione tra il livello di debito pubblico e i rendimenti dei titoli di Stato. Cfr., ad esempio, Laubach, T. (2009), "New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7(4), pagg. 1-28.

31) In questo particolare caso, il PIL in termini reali si colloca al suo livello iniziale dopo otto anni circa e la metà del livello dei vantaggi di lungo termine è raggiunta dopo circa vent'anni.

6 CONCLUSIONI

La crisi economica e finanziaria mondiale ha portato l'efficacia della politica di bilancio alla ribalta del dibattito sulle politiche economiche nel mondo intero. I governi nell'area dell'euro hanno risposto alla prospettiva di una profonda recessione con una serie di misure anticicliche di stimolo nel quadro del piano europeo di ripresa economica.

Vi è una considerevole incertezza circa il grado in cui i governi possano stimolare l'economia con misure temporanee di bilancio anticicliche. L'evidenza passata in rassegna in questo articolo mostra che l'efficacia della politica di bilancio dipende da numerosi fattori, come lo strumento di bilancio scelto, il perdurare dello stimolo, il livello iniziale di indebitamento pubblico, se il tasso di interesse nominale è mantenuto costante o meno e la flessibilità dei prezzi.

In questo contesto e considerate le caratteristiche specifiche della crisi del 2008-2009, l'evidenza finora disponibile suggerisce che gli interventi di bilancio attuati hanno fornito un sostanziale sostegno al prodotto, incentrandosi principalmente sullo stimolo di breve durata.

Al contempo, tuttavia, il fatto di aver assecondato l'impatto degli stabilizzatori automatici e attuato politiche di bilancio anticicliche durante la crisi ha comportato un costo ingente per le finanze pubbliche dell'area dell'euro. Dopo essere stato prossimo al pareggio nel 2007, il bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro registrerebbe, secondo le previsioni, un disavanzo del 6,1 per cento del PIL nel 2011 e i rapporti debito/PIL aumenterebbero in misura significativa all'88,5 per cento nel 2011. Questi andamenti tendenziali sono chiaramente insostenibili e compromettono la fiducia nella sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.

Alla luce di questi andamenti, molti paesi dell'area dell'euro hanno indugiato eccessiva-

mente ad attuare strategie di rientro dalle misure di stimolo e di risanamento dei conti pubblici, generando rischi accresciuti per la stabilità finanziaria. Si evidenzia così l'importanza capitale di ripristinare gli equilibri di bilancio nel periodo successivo alla crisi. Il risanamento dei conti pubblici dovrà essere notevolmente superiore all'aggiustamento strutturale dello 0,5 per cento del PIL su base annua stabilito come requisito minimo nel Patto di stabilità e crescita. Il problema principale per le finanze pubbliche nell'area dell'euro è che alcuni paesi hanno completamente ignorato il fatto di non aver alcun margine di manovra nel bilancio. I paesi che ritardano il risanamento delle finanze pubbliche contribuiscono ai problemi in questo ambito nell'insieme dell'area dell'euro. Quanto più si rinvia la correzione dei conti pubblici, tanto maggiore è il rischio di perdere fiducia e reputazione, tanto più gravosa sarà la correzione nel breve termine e tanto più lontani nel tempo saranno i benefici di lungo termine derivanti dal riequilibrio di bilancio.

Il presente articolo ha offerto un'analisi illustrativa dei programmi di risanamento permanente delle finanze pubbliche nell'area dell'euro finalizzati a ripristinarne la sostenibilità nel lungo periodo. I risultati suggeriscono chiaramente che i vantaggi economici nel lungo termine di un ritorno a solide posizioni di bilancio nell'area dell'euro sopravanzano di gran lunga i costi di breve periodo.

I risultati delle simulazioni suggeriscono altresì che la maggior parte dell'aggiustamento dei conti pubblici deve essere apportata dal lato della spesa, in linea con l'evidenza empirica disponibile che indica un grado più elevato di successo per il risanamento dei conti pubblici così perseguito. Inoltre, il margine di manovra aggiuntivo creato dagli sforzi di risanamento può essere indirizzato nel medio termine a ridurre le imposte che maggiormente ostacolano l'offerta di lavoro e l'accumulazione di capitale nel lungo periodo (imposte sui redditi da lavoro e da capitale).



L'EFFETTO DELLA CRISI FINANZIARIA SUI PAESI DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

Gli otto stati membri dell'UE nell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro (PECO) hanno particolarmente risentito della crisi finanziaria internazionale. Gli effetti della crisi, tuttavia, sono stati sensibilmente diversi fra i vari paesi. Mentre la Polonia ha affrontato la crisi relativamente bene, gli altri PECO hanno registrato un consistente calo del PIL e i paesi baltici, già in recessione prima del fallimento di Lehman Brothers, hanno subito una contrazione a due cifre dell'attività economica nel 2009. Le variazioni osservate sono ascrivibili in parte alle differenze cicliche fra i paesi prima dell'acuirsi della crisi nel settembre 2008 e, in misura più decisiva, alla diversa entità delle vulnerabilità e degli squilibri esterni e interni accumulati dai paesi prima della crisi. Hanno contribuito, inoltre, alla trasmissione della crisi le differenze fra i paesi per quanto riguarda la specializzazione settoriale e regionale dell'interscambio e fattori finanziari. Anche gli interventi di politica economica in risposta alla crisi sono stati sensibilmente diversi, soprattutto per effetto dei differenti margini di manovra nella conduzione della politica monetaria e di bilancio.

I L'EFFETTO DELLA CRISI NEI VARI PAESI: FATTI STILIZZATI

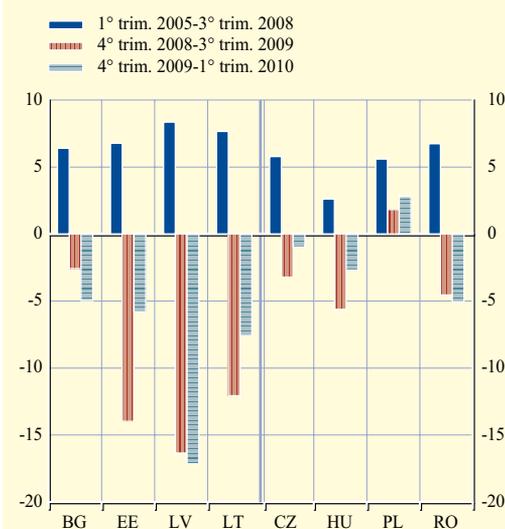
I PECO hanno risentito fortemente dell'acuirsi della crisi finanziaria ed economica mondiale dopo il fallimento di Lehman Brothers, come si evince, ad esempio, dal sensibile rallentamento del PIL. Pur avendo mostrato una certa tenuta fino al settembre 2008, i PECO hanno sofferto della accresciuta avversione al rischio degli investitori internazionali nei confronti di questi paesi, della generale riduzione della leva finanziaria da parte degli istituti finanziari, nonché di una marcata contrazione della domanda estera. Tuttavia, l'effetto della crisi sulla crescita del PIL è stato nettamente diverso nei vari paesi. Mentre la Polonia ha affrontato la crisi relativamente bene, essendo l'unico Stato membro dell'UE ad aver segnato una crescita positiva del PIL nel 2009, altri paesi hanno sperimentato un consistente calo del PIL e i paesi baltici hanno registrato persino una contrazione a due cifre dell'attività economica (cfr. figura 1).

In generale, i paesi che avevano evidenziato una crescita particolarmente sostenuta negli anni antecedenti la crisi, specie la Bulgaria, la Romania e i paesi baltici, in seguito hanno registrato i cali più consistenti di prodotto. A seguito della crisi, tre PECO (Lettonia, Ungheria e Romania) hanno anche dovuto richiedere il sostegno finanziario internazionale mobilitato dall'UE e dal FMI. Le differenze cicliche fra i paesi, già marcate prima della crisi rispetto, ad esempio, a

quelle nell'area dell'euro, si sarebbero ulteriormente approfondite dopo la crisi. Tali differenze inoltre hanno inciso non solo sulla gravità degli effetti della crisi, ma anche sui tempi e sulla rapidità con cui i paesi ne sono stati colpiti. Nei paesi baltici il PIL aveva cominciato a rallentare ben prima del settembre 2008, mentre in Ungheria l'attività economica ha iniziato a contrarsi in

Figura 1 Crescita del PIL reale

(tassi di crescita medi annui; dati trimestrali)

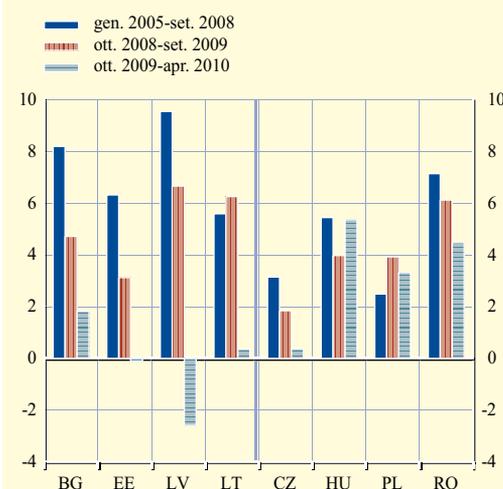


Fonte: Eurostat.

Note: i dati sono destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi, salvo per la Bulgaria (nessuna correzione) e la Romania (solo destagionalizzati). I dati per il primo trimestre del 2010 non sono disponibili per la Lettonia. I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

Figura 2 Inflazione misurata dallo IAPC

(tassi di crescita medi annui; dati mensili)



Fonte: Eurostat.
 Note: i paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

termini annuali alla fine del 2008. In Bulgaria, Romania e nella Repubblica Ceca l'espansione del prodotto sul periodo corrispondente, ancora abbastanza sostenuta nell'ultimo trimestre del 2008, è divenuta negativa nel primo trimestre del 2009. In gran parte dei paesi il calo del prodotto ha toccato il punto minimo nel terzo trimestre del 2009; questo articolo quindi analizza gli effetti della crisi nel periodo fra il quarto trimestre del 2008 e il terzo del 2009. Nel primo trimestre del 2010 l'attività economica è calata a un ritmo minore in gran parte dei PECO, e nella Repubblica Ceca ha persino ripreso a espandersi, principalmente per effetto della ripresa della domanda estera.

L'inflazione misurata sullo IAPC, che prima dell'inizio della crisi era nettamente aumentata in gran parte dei paesi, in seguito è scesa bruscamente, benché l'entità e il ritmo del calo siano stati diversi da paese a paese (cfr. figura 2). Questo calo ha rispecchiato principalmente una flessione dei corsi mondiali delle materie prime, il rallentamento della crescita salariale e una brusca contrazione della domanda interna. I tassi di inflazione sono diminuiti più marca-

tamente in Bulgaria e nei paesi baltici: nel settembre 2008 erano ancora a due cifre, ma dopo appena un anno erano già scesi a zero, e in alcuni casi addirittura al di sotto. Negli ultimi mesi l'inflazione ha cominciato a salire in alcuni paesi, mentre la Lettonia è rimasta l'unico PECO che ha registrato tassi negativi nel maggio di quest'anno.

2 L'EFFETTO DELLA CRISI NEI VARI PAESI: I FATTORI CICLICI E STRUTTURALI SOTTOSTANTI

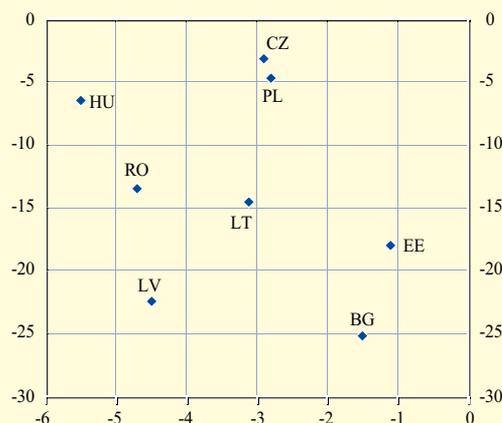
GLI SQUILIBRI MACROECONOMICI PRIMA DELLA CRISI

Per comprendere le differenze fra paesi nell'impatto della crisi, è importante esaminare dapprima le posizioni cicliche dei PECO e gli squilibri macroeconomici strettamente connessi quando si è acuita la crisi finanziaria nel settembre 2008. In effetti, i PECO erano in posizioni cicliche molto diverse quando è iniziata la crisi finanziaria. Negli anni prima della crisi alcuni di questi paesi, in particolare i paesi baltici, hanno registrato una rapida crescita, spesso a tassi insostenibili, che ha determinato un ampliamento dell'*output gap* positivo e ha stimolato l'emergere di squilibri interni ed esterni. A seguito del forte afflusso di capitali e della vigorosa crescita del credito, quest'ultima sostenuta da tassi di interesse reali molto contenuti e in alcuni casi persino negativi, diversi PECO hanno sperimentato consistenti aumenti dei prezzi delle attività, specie delle abitazioni. A loro volta, gli effetti ricchezza hanno alimentato ulteriormente le pressioni eccessive esercitate dalla domanda. In diversi paesi, in particolare la Bulgaria, la Romania e i paesi baltici, consistenti aumenti salariali, in alcuni casi accompagnati da un rapido incremento delle retribuzioni nel settore pubblico, hanno determinato un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto. Anche le politiche di bilancio espansive hanno stimolato la crescita del PIL prima della crisi e hanno determinato nel 2007 significativi disavanzi strutturali in diversi paesi, in particolare la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Lettonia, la Lituania, la Polonia e la Romania (cfr. figura 3).

Figura 3 Squilibri di conto corrente e di conto capitale e disavanzi di bilancio strutturali

(in percentuale del PIL; 2007)

asse delle ascisse: disavanzo di bilancio strutturale
 asse delle ordinate: disavanzo dei conti corrente e capitale

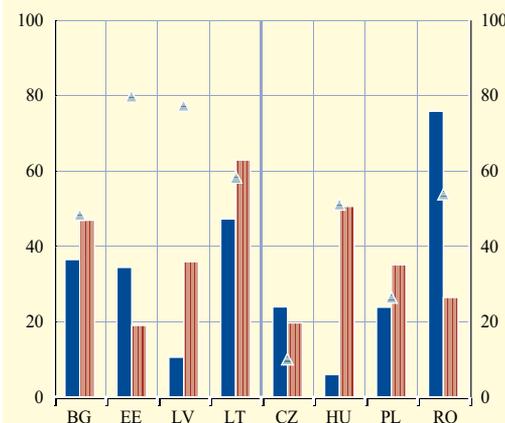


Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Figura 4 Crescita del credito al settore privato

(tassi di crescita medi annui; gennaio 2005-settembre 2008)

■ prestiti in valuta nazionale
 ■■ prestiti in valuta estera
 ▲ prestiti in valuta estera, come percentuale dei prestiti totali



Fonte: BCE.

Note: la quota di prestiti in valuta estera viene calcolata come una media sul periodo da gennaio 2005 a settembre 2008. I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

In alcuni paesi le crescenti pressioni esercitate dalla domanda interna si sono tradotte infine in un rapido incremento dell'inflazione e nell'apprezzamento reale della valuta. Ciò a sua volta ha ampliato ulteriormente il disavanzo di conto corrente e di conto capitale a causa della perdita di competitività connessa. Di conseguenza, in Bulgaria, Romania e nei paesi baltici il rapporto fra disavanzo esterno e PIL ha raggiunto valori a due cifre prima della crisi (cfr. figura 3), superando i livelli che potrebbero essere spiegati con il solo processo di convergenza¹⁾. L'elevato disavanzo di conto corrente e di conto capitale ha contribuito all'emergere di vulnerabilità, soprattutto perché una quota crescente del disavanzo di conto corrente di questi paesi è stata finanziata con afflussi di capitale che hanno accresciuto il loro debito esterno. Inoltre, alcuni paesi, in particolare i paesi baltici, hanno segnalato che un'ampia quota del loro finanziamento esterno prima della crisi aveva assunto la forma di afflussi per "Altri investimenti". Spesso questa voce viene considerata una forma di finanziamento meno stabile rispetto agli investimenti diretti esteri. Di conseguenza, l'inde-

bitamento esterno e le esigenze di finanziamento avevano raggiunto livelli relativamente elevati in diversi PECO, rendendoli vulnerabili ai mutamenti del clima di fiducia degli investitori.

Questa vulnerabilità e, in alcuni casi, il conseguente deprezzamento della valuta sono stati ulteriormente esacerbati in alcuni paesi dal rapido accumularsi nel settore privato di un ampio stock di debito in valuta estera, principalmente sotto forma di mutui ipotecari. L'aumento dei prestiti in valuta estera nei PECO (prevalentemente in euro) si è accompagnato, e in alcuni casi avrebbe contribuito, a una vigorosa espansione del credito complessivo (cfr. figura 4), pur con notevoli differenze fra i paesi. Mentre in Estonia e Lettonia c'è stata una netta preferenza per i prestiti in valuta estera (circa l'80 per cento), nella Repubblica Ceca e in Polonia la quota di questi prestiti al settore privato è stata rispettivamente il 10 e

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

il 25 per cento circa. La consistente presenza di banche estere e i differenziali fra i tassi di interesse sui prestiti in valuta nazionale e su quelli in valuta estera sono stati elementi rilevanti per spiegare l'andamento dei prestiti in valuta estera nei PECO. Anche i fattori connessi al tasso di cambio e le aspettative sull'adozione dell'euro potrebbero aver avuto un ruolo, specie nei paesi con regimi di cambio fisso. L'elevata esposizione a brusche oscillazioni del tasso di cambio ha comportato gravi rischi di bilancio per i debitori.

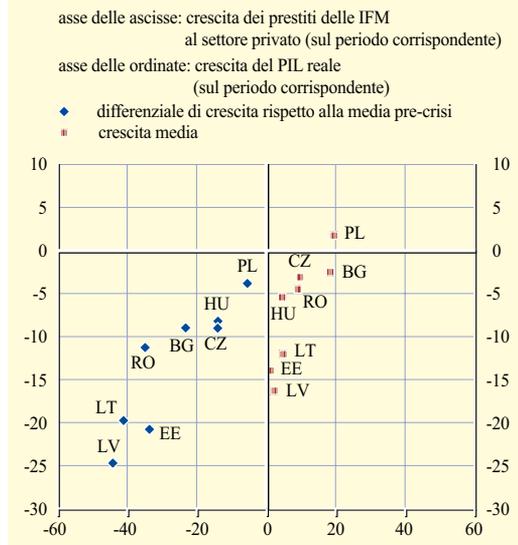
LE DIFFERENZE RELATIVE AL CALO DELLA DOMANDA INTERNA

Il consistente rallentamento del PIL registrato da gran parte dei PECO dopo il settembre 2008 è stato determinato dal crollo delle esportazioni e dalla brusca contrazione della domanda interna. L'inversione di tendenza dalle significative pressioni derivanti da un eccesso di domanda a una marcata flessione della domanda aggregata, con un rapido calo dei tassi di inflazione, è stata più netta nei paesi dove le pressioni di surriscaldamento dell'economia erano state fortissime prima della crisi e si erano accumulati ampi squilibri esterni e interni, come descritto in precedenza. Questi paesi hanno fortemente risentito in particolare della maggiore avversione al rischio degli investitori internazionali dopo il settembre 2008, nonché della diffusa riduzione della leva finanziaria da parte degli istituti finanziari in tutto il mondo dopo il fallimento di Lehman Brothers, che ha determinato una brusca contrazione dei flussi di capitale transfrontalieri.

Dopo l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, inclusi i costi delle operazioni²⁾, e il significativo deteriorarsi delle prospettive economiche, l'espansione del credito si è contratta fortemente, specialmente in quei paesi (come la Romania e i paesi baltici) che prima della crisi avevano fatto massiccio ricorso ai capitali esteri per alimentare il boom del credito. Ciò a sua volta potrebbe spiegare la brusca contrazione del prodotto in questi paesi. Per contro, la dinamica del credito è scesa in misura minore nei paesi dove prima della crisi era stata più contenuta e dove si era fatto maggiore ricorso alle fonti di finanziamento interne (cfr. figura 5). Ad esempio,

Figura 5 PIL reale e credito al settore privato

(tassi di crescita medi annui; punti percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: i differenziali di crescita rispetto alla media pre-crisi rappresentano la differenza dei tassi di crescita medi annui fra il periodo dal quarto trimestre 2008 al terzo trimestre 2009 e il periodo dal primo trimestre 2005 al terzo trimestre 2008; i tassi medi di crescita comprendono il periodo dal quarto trimestre 2008 al terzo trimestre 2009.

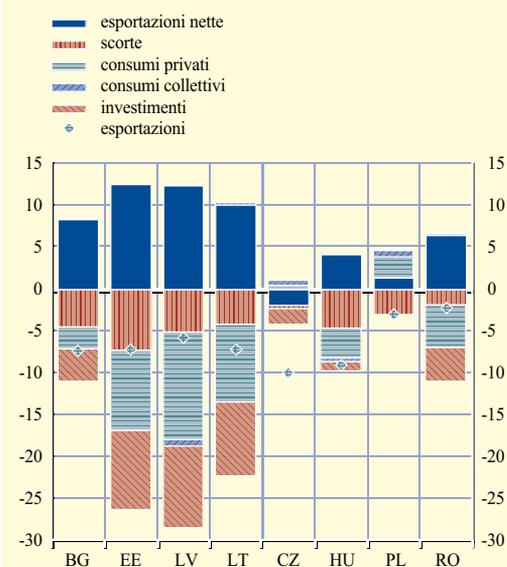
nei paesi baltici e in Romania la crescita complessiva del credito è calata in media di oltre 35 punti percentuali fra l'ultimo trimestre del 2008 e il terzo del 2009, rispetto ai tassi medi di crescita nel periodo pre-crisi. La decelerazione del credito è stata più contenuta, fra i 5 e i 14 punti percentuali, in Ungheria, Polonia e nella Repubblica Ceca. Nel primo trimestre del 2010 i tassi di crescita del credito sono scesi ancora in tutti i paesi tranne la Romania, dove sono aumentati leggermente, mentre sono rimasti negativi, fra -5 e -7,5 per cento, nei paesi baltici e in Ungheria.

In tale contesto, gli investimenti si sono contratti in tutti i PECO, sebbene in varia misura,

2) Dopo il settembre 2008 il costo del finanziamento per le società non finanziarie e le famiglie è aumentato notevolmente in gran parte dei PECO. I tassi di interesse sui prestiti in valuta nazionale sono rimasti elevati, pur avendo registrato un lieve calo nella seconda metà del 2009, ascrivibile soprattutto al minor costo del finanziamento per le banche a seguito della politica monetaria espansiva condotta nell'area dell'euro e in diversi PECO. In gran parte dei paesi, tuttavia, i tassi di interesse sui prestiti in euro sono scesi rispetto ai livelli toccati prima della crisi.

Figura 6 Contributi della spesa alla crescita del PIL reale

(tassi di crescita medi annui dal 4° trim. 2008 al 3° trim. 2009)

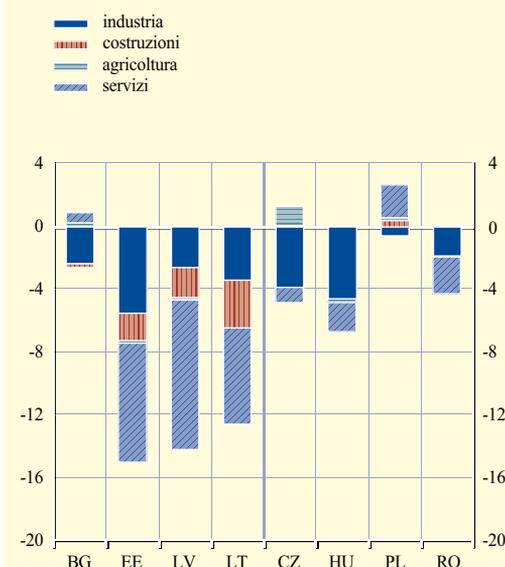


Fonte: Eurostat.

Note: i dati sono destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi, salvo per la Bulgaria (nessuna correzione) e la Romania (solo destagionalizzati). I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

Figura 7 Contributi settoriali alla crescita del valore aggiunto

(tassi di crescita medi annui dal 4° trim. 2008 al 3° trim. 2009)



Fonte: Eurostat.

Note: i dati sono destagionalizzati e corretti per il numero di giorni lavorativi, salvo per la Bulgaria (nessuna correzione) e la Romania (solo destagionalizzati). I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

e hanno contribuito al rallentamento del PIL in questi paesi, tranne in Polonia (cfr. figura 6). La contrazione più brusca si è osservata nei paesi baltici ed è riconducibile soprattutto a un calo degli investimenti nel settore delle costruzioni, precedentemente in forte espansione, che rappresenta metà degli investimenti totali in questi paesi. Inoltre le differenze riguardo all'impatto sugli investimenti potrebbero dipendere in parte anche dalle modalità di finanziamento dei paesi e dalla misura in cui le imprese dipendevano dai finanziamenti esterni. Nel caso della Polonia, l'impatto sugli investimenti sarebbe stato meno severo perché in prevalenza venivano finanziati con risorse interne.

In tutti i PECO, ad eccezione della Repubblica Ceca e della Polonia, il brusco calo della domanda interna è stato determinato anche da una accentuata diminuzione dei consumi privati. Il settore dei servizi è stato colpito più severamente dal calo dei consumi privati e ha contribuito negati-

vamente alla crescita del PIL, salvo in Bulgaria e in Polonia (cfr. figura 7). I consumi privati si sono contratti molto bruscamente nei paesi baltici e in Romania. Ciò sarebbe largamente imputabile, almeno nel caso dei paesi baltici, all'impatto di effetti ricchezza, a causa del brusco calo dei prezzi delle case e delle azioni, e all'esaurirsi dell'eccessiva crescita dei consumi privati trainata dal credito nel periodo prima della crisi.

I differenti andamenti dei consumi privati fra un paese e l'altro sarebbero dovuti anche al fatto che il mercato del lavoro ha risposto alla crisi in misura e tempi diversi. Tali differenze sono state determinate non solo dall'entità del rallentamento economico nei singoli paesi, ma anche da altri fattori, quali la flessibilità del mercato del lavoro (inclusi gli effetti delle normative a tutela dell'occupazione) e la distribuzione dell'occupazione nei vari comparti. In alcuni paesi, specie i paesi baltici che hanno un mercato del lavoro relativamente flessibile, le imprese hanno

reagito prontamente alla crisi riducendo i salari e licenziando i lavoratori, soprattutto nel settore delle costruzioni che impiega un ampio numero di lavoratori temporanei. In altri paesi, in particolare la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia e la Romania, la situazione occupazionale ha mostrato una maggiore tenuta, anche grazie alle politiche di approvvigionamento della manodopera, visto che le correzioni sono state realizzate soprattutto attraverso il rallentamento della dinamica salariale e, nel settore industriale, attraverso una riduzione delle ore lavorative, in parte agevolata dalle iniziative di politica economica.

A causa del brusco calo della domanda interna, e dato che alcune esportazioni hanno un elevato contenuto di beni importati, le importazioni sono calate nettamente in gran parte dei PECO fino al terzo trimestre del 2009. In particolare, in Bulgaria, Romania e nei paesi baltici il calo delle importazioni è stato nettamente più marcato rispetto alla forte contrazione delle esportazioni, per cui in questo periodo le esportazioni nette hanno fornito un contributo positivo alla crescita nei PECO. Solo nella Repubblica Ceca le esportazioni nette hanno contribuito negativamente alla crescita (cfr. figura 6).

LA DIVERSA ESPOSIZIONE AL CROLLO DELLA DOMANDA ESTERNA

La domanda esterna di esportazioni di tutti i PECO ha subito una forte flessione a seguito della crisi finanziaria ed economica mondiale. Dato l'elevato grado di apertura di gran parte dei PECO, il canale commerciale è stato rilevante ai fini dell'impatto della crisi sulla crescita. Benché tutti i PECO abbiano registrato un brusco calo delle esportazioni fra il terzo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009, la flessione è stata di entità notevolmente variabile nei diversi paesi, variando da oltre il 16 per cento in Lituania a meno del 4 in Romania (cfr. tavola 1).

Queste differenze fra paesi relative all'impatto sull'interscambio sono ascrivibili in parte ai diversi regimi di cambio. In effetti, i paesi dove il tasso di cambio effettivo nominale o reale è diminuito notevolmente fra il terzo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009, come l'Un-

Tavola 1 Variazioni delle esportazioni complessive e del tasso di cambio effettivo nominale e reale

(variazioni percentuali fra il 3° trim. 2008 e il 3° trim. 2009)

	Esportazioni totali	TCEN	TCER-IPC
Bulgaria	-6,7	1,0	1,8
Estonia	-9,6	1,8	0,6
Lettonia	-14,7	2,9	3,8
Lituania	-16,5	2,9	5,1
Repubblica Ceca	-7,7	-4,7	-4,8
Ungheria	-6,9	-12,2	-8,0
Polonia	-9,0	-20,5	-17,0
Romania	-3,7	-14,4	-10,1

Fonte: elaborazioni della BCE.

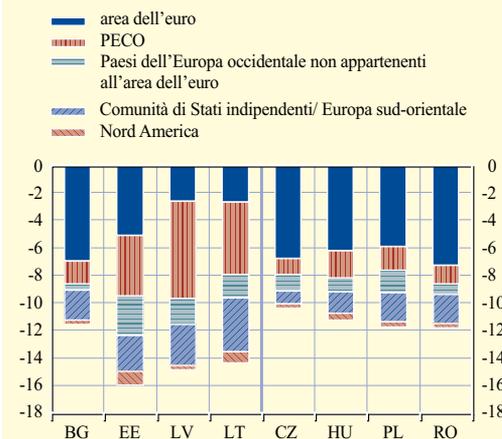
Note: le esportazioni complessive comprendono i beni e i servizi e sono espresse a prezzi costanti. Il TCEN è il tasso di cambio effettivo nominale, il TCER-IPC è il tasso di cambio effettivo reale basato sui prezzi al consumo. Un valore positivo (o negativo) del TCEN o del TCER implica un apprezzamento (o un deprezzamento) nel periodo di tempo considerato. I primi quattro paesi hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*, mentre gli altri quattro hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

gheria, la Polonia e la Romania, hanno subito una contrazione relativamente meno brusca delle esportazioni. Per contro, nei paesi baltici, che hanno regimi di cambio fisso, il calo delle esportazioni è stato in media il più consistente fra i PECO. Pertanto, il deprezzamento reale piuttosto marcato potrebbe aver aiutato i paesi con un regime di cambio flessibile a contenere il calo delle loro esportazioni.

Inoltre, anche le differenze fra paesi nella composizione settoriale spiegherebbero in parte i diversi effetti sulle esportazioni. In alcuni PECO il calo della domanda esterna di beni intermedi e d'investimento ha influito principalmente sulle esportazioni di autovetture e ricambi automobilistici. Una delle principali caratteristiche del comparto automobilistico, che è piuttosto ampio in Ungheria, Polonia, Romania e nella Repubblica Ceca, è il forte orientamento all'esportazione, che pertanto contribuisce in misura significativa ai risultati delle esportazioni dei paesi produttori. Avendo natura fortemente ciclica, il comparto automobilistico e le industrie fornitrici si sono dimostrati molto sensibili al ciclo economico mondiale. Ciò a sua volta spiega in parte sia i diversi effetti della crisi nei vari paesi sia il contributo negativo alla crescita del settore industriale nei paesi con un consistente comparto

Figura 8 Scomposizione regionale della contrazione della domanda esterna

(variazioni percentuali annue in volumi, 2008)



Fonti: FMI ed elaborazioni della BCE.

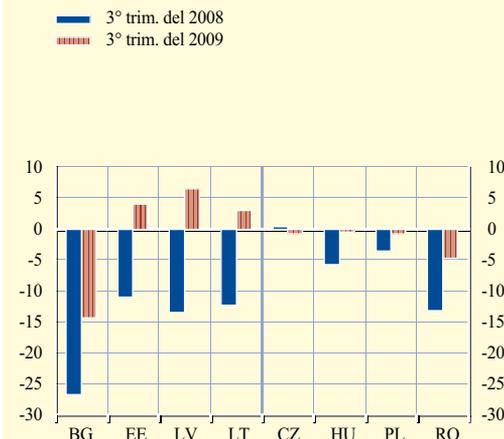
Note: i dati sono disponibili solo fino al 2008. L'aggregato dei paesi dell'Europa occidentale non appartenenti all'area dell'euro è costituito da Danimarca, Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera. La Comunità di Stati indipendenti (CSI) insieme all'Europa sud-orientale comprende Albania, Azerbaigian, Bosnia, Croazia, Kazakistan, l'ex Repubblica jugoslava di Macedonia, Moldavia, Mongolia, Russia, Tagikistan, Turchia, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan. Il Nord America comprende gli Stati Uniti d'America e il Canada. I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

automobilistico (cfr. figura 7). Verso la fine del 2009 questo fattore è stato parzialmente compensato dagli effetti positivi di contagio dei vari incentivi alla rottamazione delle autovetture introdotti in altri paesi europei.

Anche la concentrazione geografica delle esportazioni avrebbe contribuito a determinare i diversi risultati dell'interscambio nei PECO (cfr. figura 8). Gran parte delle esportazioni dei PECO (dall'80 a quasi il 90 per cento delle esportazioni totali) è destinata ad altri paesi europei, un fenomeno ascrivibile principalmente alla prossimità geografica e ai progressi compiuti nell'integrazione economica regionale. Tuttavia, permangono alcune differenze fra i paesi. L'area dell'euro tende a essere la destinazione privilegiata per le esportazioni di Bulgaria, Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Romania. Per contro, l'interscambio dei paesi baltici avviene prevalentemente con i PECO, soprattutto gli altri paesi baltici e la Polonia, e con i paesi

Figura 9 Saldi di conto corrente e conto capitale

(medie di quattro trimestri al 3° trim. 2008 e al 3° trim. 2009; in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

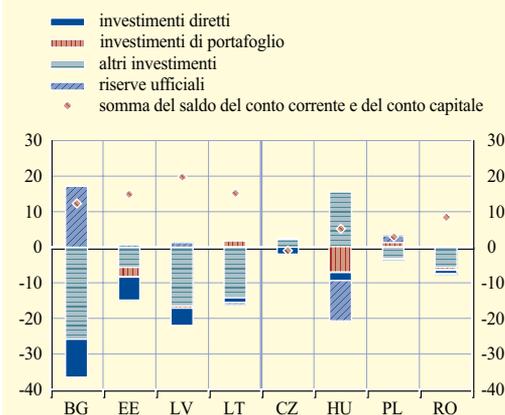
della Comunità di Stati indipendenti e dell'Europa sud-orientale. In particolare, i forti legami fra i paesi baltici potrebbero essere all'origine del forte contributo negativo dei PECO al crollo della domanda esterna in questi paesi.

LE CORREZIONI DEI SALDI CON L'ESTERO

Gli squilibri esterni che hanno caratterizzato i PECO sono stati progressivamente riassorbiti soprattutto per effetto dell'acuirsi della crisi finanziaria. Ciò è riconducibile a una consistente attenuazione delle pressioni esercitate dalla domanda interna, con un brusco calo delle importazioni, che ha più che controbilanciato la contrazione delle esportazioni connessa alla domanda esterna. Di conseguenza, fra il terzo trimestre del 2008 e lo stesso periodo del 2009 i disavanzi di conto corrente e conto capitale si sono notevolmente ridotti in tutti i PECO, ad eccezione della Repubblica Ceca. Al contempo, nei paesi baltici il saldo complessivo dei conti corrente e capitale è persino tornato in attivo (cfr. figura 9).

Figura 10 Variazioni del finanziamento esterno fra il terzo trimestre 2008 e il terzo trimestre 2009

(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i dati sono relativi alle medie trimestrali fino al terzo trimestre 2008 e al terzo trimestre 2009. I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di *currency board*. Quelli a destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

Inoltre ci sono stati alcuni notevoli spostamenti nella struttura dei flussi di finanziamento esterno (cfr. figura 10). Dal quarto trimestre del 2008 i paesi baltici, la Bulgaria e la Romania in particolare hanno registrato consistenti deflussi netti per la voce "Altri investimenti", che in alcuni di questi paesi era stata la fonte primaria di finanziamento prima della crisi finanziaria ed economica mondiale. L'inversione dei flussi di questa voce è attribuibile in parte alla rivalutazione dei rischi da parte delle istituzioni finanziarie internazionali, alla riduzione della leva finanziaria su scala mondiale e al contestuale trasferimento di fondi dalle banche commerciali nazionali agli istituti esteri, incluse le rispettive capogruppo. Al contempo, in gran parte dei paesi gli afflussi di investimenti diretti esteri sono diminuiti, pur continuando a coprire una parte significativa del disavanzo della somma dei conti corrente e capitale. In generale, gli incrementi delle riserve ufficiali vengono registrati come deflussi nelle statistiche della bilancia dei pagamenti. Per tale motivo, in Bulgaria i deflussi netti di riserve ufficiali, riconducibili a una modifica del regolamento sugli obblighi di riserva da parte della Българска народна банка (Banca Nazionale Bulgara), sono stati registrati come una variazione positiva nel contributo al

finanziamento del disavanzo corrente. In Ungheria una variazione negativa nel contributo al finanziamento del conto corrente è stata correlata agli esborsi previsti dal programma nazionale di sostegno finanziario internazionale.

La variazione nella composizione del finanziamento del conto corrente avrebbe avuto un impatto sull'entità delle correzioni al saldo complessivo di conto corrente e di conto capitale nei vari paesi durante la crisi finanziaria. In particolare, paesi come quelli baltici che prima della crisi avevano un'ampia quota di afflussi per la voce "Altri investimenti" hanno registrato una contrazione molto brusca del loro disavanzo di conto corrente e di conto capitale.

3 LE DIFFERENTI RISPOSTE DI POLITICA ECONOMICA ALLA CRISI

LE POLITICHE DI BILANCIO

Le politiche di bilancio in risposta alla crisi sono state notevolmente diverse e potrebbero aver contribuito a determinare i differenti effetti della crisi nei vari paesi. Le risposte hanno rispecchiato l'esigenza di trovare un equilibrio fra i crescenti timori riguardo la sostenibilità delle finanze pubbliche e di altri squilibri macroeconomici e il desiderio di consentire il funzionamento degli stabilizzatori automatici o persino adottare misure di stimolo fiscale per mitigare gli effetti negativi della crisi sull'attività economica.

I requisiti dei programmi di sostegno finanziario adottati dall'FMI e dall'UE hanno imposto in Lettonia, Ungheria e Romania un rigoroso processo di risanamento dei conti pubblici attraverso interventi di ampia portata sulle entrate e le spese a partire dal 2009. Tali misure erano volte a ridurre la spesa pubblica, ridimensionando l'amministrazione statale e riducendo le retribuzioni nel settore pubblico, le prestazioni sociali (come le pensioni) e la spesa per investimenti. Dal lato delle entrate, questi interventi comprendevano fra l'altro l'ampliamento della base imponibile.

Anche la Bulgaria, l'Estonia e la Lituania hanno introdotto nel 2009 misure fiscali organiche tese

Tavola 2 Raccomandazioni in base alla procedura per disavanzo eccessivo

	Scadenza	Raccomandazioni del Consiglio dell'UE (estratto)
Repubblica Ceca	2013	Adottare [...] misure nel 2010; compiere uno sforzo di aggiustamento di bilancio annuo medio pari all'1 per cento del PIL nel [...] 2010-2013
Lettonia	2012	Compiere uno sforzo di aggiustamento di bilancio annuo medio pari ad almeno il 2,75 per cento del PIL nel [...] 2010-2012
Lituania	2012	Adottare [...] misure correttive programmate [...] per il 2010 [...]; compiere uno sforzo di aggiustamento di bilancio annuo medio pari ad almeno il 2,25 per cento del PIL nel [...] 2010-2012 [...]
Ungheria	2011	Compiere almeno uno sforzo di aggiustamento di bilancio complessivo pari allo 0,5 per cento del PIL nel 2010-2011
Polonia	2012	Compiere uno sforzo annuo medio per risanare i conti pubblici pari ad almeno l'1,25 per cento del PIL a partire dal 2010 [...]
Romania	2012	Adottare [...] misure nel 2010 [...] e continuare il risanamento dei conti pubblici nel 2011 e nel 2012; compiere uno sforzo di aggiustamento di bilancio annuo medio pari ad almeno l'1,75 per cento del PIL nel [...] 2010-2012 [...]

Fonte: pareri del Consiglio dell'UE.

a contenere il rapido deterioramento di bilancio. In Estonia e Lituania gli interventi hanno comportato in particolare sia riduzioni delle principali voci di spesa a parte i trasferimenti sociali sia aumenti delle imposte. La Bulgaria, d'altro canto, ha adottato nel 2009 una serie di misure per ridurre le spese e accrescere la raccolta del gettito fiscale, migliorando gli adempimenti relativi alle imposte sul valore aggiunto e sul reddito delle imprese, al fine di mantenere una riserva fiscale sufficientemente ampia.

Per contro, nella Repubblica Ceca e in Polonia la politica di bilancio non è stata inasprita nel 2009, lasciando operare liberamente gli stabilizzatori automatici. In Polonia gli effetti degli stabilizzatori automatici sono stati compensati in parte dalla riduzione della componente discrezionale della spesa, mentre nella Repubblica Ceca sono state adottate alcune misure di stimolo fiscale. Nel caso della Polonia, ha agito da stimolo fiscale la riduzione del carico impositivo sul lavoro, già approvata prima della crisi. Nella Repubblica Ceca le misure di risanamento dei conti pubblici sono state avviate nel 2010 e hanno interessato principalmente le entrate, attraverso l'innalzamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle accise, e la riduzione di alcuni diritti alle prestazioni sociali.

Nel complesso, sei degli otto PECO sono soggetti a una decisione del Consiglio dell'Unione

europea per l'esistenza di un disavanzo eccessivo, pertanto le loro politiche di bilancio in risposta alla crisi sono state determinate anche dalle raccomandazioni contenute nelle rispettive procedure per disavanzo eccessivo (cfr. tavola 2). La Commissione europea inoltre ha avviato una procedura per disavanzo eccessivo nei confronti della Bulgaria, in quanto il suo saldo di bilancio avrebbe raggiunto nel 2009 il -3,9 per cento del PIL.

Esprimere una valutazione sull'adeguatezza dell'orientamento di politica di bilancio dei PECO durante la crisi è particolarmente difficile, data l'incertezza che caratterizza il livello e il tasso di crescita del loro prodotto potenziale. Questo rende più complessa la valutazione degli sforzi strutturali sottostanti le politiche di bilancio in risposta al rallentamento economico. Secondo le proiezioni della Commissione europea, nel 2010 solo la Bulgaria e l'Estonia avrebbero un disavanzo inferiore al valore di riferimento del 3 per cento del PIL fissato nel Patto di stabilità e crescita, mentre Repubblica Ceca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia e Romania dovrebbero registrare ancora ampi disavanzi di bilancio. In tutti i PECO, tranne l'Ungheria, il rapporto fra spesa pubblica e PIL dovrebbe aumentare sensibilmente nel 2010, rispetto al livello toccato nel 2008. Nel 2010 il rapporto debito pubblico/PIL rimarrebbe sopra il 60 per

Tavola 3 Andamenti di finanza pubblica 2008-2011

(in percentuale del PIL)

	Rapporto spesa/PIL		Saldo di bilancio				Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL			
	2010	variazione ¹⁾ 2008-2010	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Bulgaria	39,7	2,3	1,8	-3,9	-2,8	-2,2	14,1	14,8	17,4	18,8
Repubblica Ceca	47,0	4,1	-2,7	-5,9	-5,7	-5,7	30,0	35,4	39,8	43,5
Estonia	45,8	5,9	-2,7	-1,7	-2,4	-2,4	4,6	7,2	9,6	12,4
Lettonia	44,8	6,2	-4,1	-9,0	-8,6	-9,9	19,5	36,1	48,5	57,3
Lituania	42,5	5,1	-3,3	-8,9	-8,4	-8,5	15,6	29,3	38,6	45,4
Ungheria	48,8	-0,4	-3,8	-4,0	-4,1	-4,0	72,9	78,3	78,9	77,8
Polonia	46,0	2,7	-3,7	-7,1	-7,3	-7,0	47,2	51,0	53,9	59,3
Romania	39,9	2,3	-5,4	-8,3	-8,0	-7,4	13,3	23,7	30,5	35,8

Fonte: previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2010.

1) Le variazioni del rapporto spesa/PIL sono espresse in punti percentuali.

cento solo in Ungheria, mentre in Polonia e Lettonia si porterebbe quasi a questo livello nel 2011. Anche la Lettonia e la Lituania dovrebbero registrare nel 2010 un consistente incremento del rapporto debito/PIL, rispettivamente al 48,5 e al 38,6 per cento (cfr. tavola 3).

LA POLITICA MONETARIA

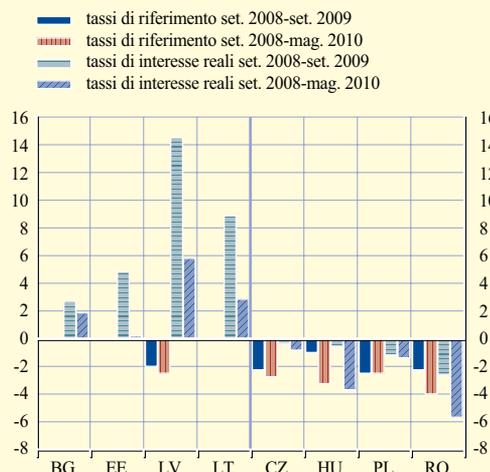
La conduzione della politica monetaria, sia nel periodo che ha preceduto la crisi sia in risposta a essa, è stata differente a livello nazionale. Anche questo potrebbe aver contribuito a determinare i diversi effetti della crisi nei vari paesi. Come osservato in precedenza, nei paesi dove la politica monetaria non era vincolata al perseguimento di un obiettivo di cambio, la riduzione dell'attività reale dall'inizio della crisi è stata nettamente più contenuta, a differenza dei paesi con tassi di cambio fissi, come la Bulgaria e i tre paesi baltici. Ciò è dovuto in parte al surriscaldamento delle economie con cambio fisso nel periodo pre-crisi, per effetto della vigorosa crescita del credito sostenuta da tassi di interesse molto bassi o persino negativi. Inoltre, i paesi con regimi di cambio fisso hanno avuto scarsissima autonomia nella conduzione della politica monetaria in risposta alla crisi. Al contrario, dopo il brusco calo nelle prospettive di inflazione per effetto della crisi, i tassi di interesse reali a breve termine sono persino aumentati in questi paesi, specie in Lettonia e Lituania, rispetto ai livelli prima della crisi, nonostante la BCE avesse ridotto i tassi

di riferimento (cfr. figura 11). Ciò potrebbe aver contribuito ulteriormente alla brusca contrazione della crescita del PIL.

Nei paesi che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione, ossia la Repubblica Ceca, l'Ungheria, la Polonia e la Romania, l'accumularsi di squilibri e la dipendenza dai finanziamenti

Figura 11 Variazioni dei tassi di interesse di riferimento e dei tassi di interesse reali a breve termine

(punti percentuali)



Fonti: BCE e Consensus Forecast.

Note: i tassi di interesse reali sono definiti come tassi di mercato monetario a tre mesi deflazionati con le previsioni di inflazione a un anno di Consensus Forecast. I paesi a sinistra della linea centrale hanno regimi di cambio fisso o accordi di currency board. Quelli sulla destra hanno regimi più flessibili con banche centrali che perseguono strategie basate su un obiettivo di inflazione.

esterni prima della crisi sono stati generalmente più contenuti, limitando quindi la vulnerabilità delle economie alla rarefazione dei finanziamenti esterni. Al contempo, gli obiettivi di inflazione si sarebbero dimostrati abbastanza validi quale ancora per le attese di inflazione. Tuttavia, in alcuni paesi, come l'Ungheria e la Romania, il processo di disinflazione non è stato affatto completato prima della crisi, soprattutto a causa dell'imprudente politica di bilancio condotta in passato. Nel complesso, i paesi con obiettivi di inflazione sono riusciti a strutturare ampie riduzioni dei tassi di riferimento in risposta alla crisi.

Il ritmo e l'entità delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento dopo l'acuirsi della crisi sono stati differenti fra i vari paesi. Nella Repubblica Ceca e in Polonia, i tassi di riferimento sono stati ridotti bruscamente poco dopo il settembre 2008 e il consistente deprezzamento della valuta ha fornito ulteriore sostegno all'economia. Per contro, i tassi di interesse sono stati inizialmente innalzati in Ungheria e lasciati invariati in Romania, per poi essere ridotti sensibilmente nel corso del 2009 e agli inizi del 2010. In questi due paesi le spinte inflazionistiche sono rimaste vigorose. Inoltre, le svalutazioni del tasso di cambio hanno rappresentato un grave rischio per la stabilità finanziaria, data l'altissima esposizione del settore privato alle oscillazioni del cambio, in quanto una parte significativa dei prestiti in essere al settore privato era denominata in valuta estera (circa il 50 per cento)³⁾. A seguito dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori internazionali, le banche centrali di Ungheria e Romania hanno dovuto tener conto dei rischi connessi a un ulteriore deprezzamento del cambio e alle successive spinte inflative, nonché dell'impatto negativo sui bilanci delle imprese e delle famiglie. Inoltre, la situazione di bilancio in questi due paesi era particolarmente difficile, tanto da ostacolare l'azione di politica monetaria in risposta alla crisi.

Nel contempo, in gran parte dei PECO l'efficacia della politica monetaria si è ridotta notevolmente a causa della crisi finanziaria mondiale, contestualmente a un significativo incremento dei premi per il rischio e la liquidità sui mercati

interbancari. La crisi avrebbe ostacolato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in misura diversa da paese a paese, per effetto delle differenze fra i mercati finanziari in termini di dimensioni e liquidità. Questi ostacoli al meccanismo di trasmissione hanno indotto alcune banche centrali ad adottare ulteriori misure di politica monetaria al fine di allentare le condizioni monetarie complessive ed evitare una stretta creditizia. Inoltre, alcuni paesi hanno affrontato i vincoli di liquidità in valuta estera stipulando accordi di *swap* con istituti finanziari nazionali.

4 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE E PROSPETTIVE

Ci sono numerose possibili spiegazioni per le notevoli differenze fra i PECO riguardo agli effetti della crisi, e anche per le diverse risposte di politica economica ad essa. L'accumularsi di squilibri prima della crisi avrebbe avuto un ruolo rilevante nel determinare le differenze a livello nazionale. I paesi con segni più evidenti di surriscaldamento dell'economia e gli squilibri più pronunciati si sono dimostrati più vulnerabili alla crisi e in generale ne hanno risentito in misura maggiore. Inoltre, la crisi ha avuto effetti diversi nei vari paesi in termini di calo della domanda interna ed esposizione al crollo della domanda esterna. In effetti, i paesi caratterizzati da elevato grado di apertura, regimi di cambio fisso ed esportazioni concentrate geograficamente verso gli altri PECO e la Comunità degli stati indipendenti sono rimasti più esposti alla crisi attraverso il canale della domanda esterna.

Le differenze fra paesi sono state determinate anche dalle loro diverse politiche macroeconomiche prima e dopo la crisi. Gli effetti della crisi sarebbero stati particolarmente accentuati nei paesi dove la politica monetaria è stata vincolata al perseguimento di un obiettivo di cambio in risposta sia alle pressioni di surriscaldamento dell'economia prima della crisi sia al successivo

3) In Ungheria nuove misure regolamentari sono entrate in vigore nel marzo 2010 per limitare l'elevata esposizione del paese in termini di prestiti in valuta estera al settore privato.

rallentamento. Ciò ha contribuito ad accrescere la volatilità del prodotto e dell'inflazione in questi paesi, in mancanza di adeguate politiche di sostegno in altre aree, come le politiche di bilancio e le riforme normative per garantire un andamento sostenibile del credito. In alcuni paesi che perseguono un obiettivo di inflazione, l'ampia quota di debito in valuta estera ha limitato le possibilità di attenuare la politica monetaria in risposta alla crisi, in quanto gli effetti di bilancio connessi al cambio hanno suscitato timori sulla stabilità finanziaria. Inoltre, in alcuni paesi la politica di bilancio prima della crisi non è stata sufficientemente rigorosa, contribuendo ad aggravare le pressioni di surriscaldamento dell'economia e i timori sulla sostenibilità dei conti pubblici. Ciò ha limitato anche la possibilità delle politiche di bilancio di contrastare gli effetti della crisi, almeno consentendo il funzionamento degli stabilizzatori automatici.

In prospettiva è essenziale che i PECO evitino il riemergere in futuro di squilibri macroeconomici e assicurino la sostenibilità del processo di convergenza. Questi paesi devono impegnarsi ad adottare misure di politica economica durature e rafforzare i necessari interventi in senso anticiclico per affrontare al meglio gli shock in un contesto in cui i legami macrofinanziari dovrebbero svolgere un ruolo sempre più rilevante. In particolare, visto che nei paesi con tassi di cambio rigorosamente ancorati manca in pratica una politica monetaria autonoma, è essenziale che altre aree di politica economica forniscano gli strumenti per contrastare gli shock, evitando il ripetersi di squilibri macroeconomici.

Per consentire un profilo di crescita più bilanciato, numerosi paesi devono trasferire risorse dal

settore *non tradable* a quello *tradable*. Essi inoltre devono evitare di ricreare situazioni in cui il processo di convergenza sia sospinto prevalentemente da una crescita del credito eccessivamente sostenuta e finanziata dall'estero e dagli aumenti dei prezzi delle attività. Le correzioni di politica economica devono essere volte a limitare le vulnerabilità dei paesi, anche in relazione ai prestiti in valuta estera, e allo stesso tempo rafforzare ulteriormente la loro capacità di far fronte gli shock economici, in particolare per quanto riguarda la flessibilità del mercato del lavoro.

Ai fini della politica di bilancio, è importante che i PECO raggiungano e mantengano posizioni di bilancio solide e sostenibili. Per molti di questi paesi, l'obiettivo ideale sarebbe registrare un avanzo di bilancio per attenuare il rischio in futuro di cicli di forte ascesa e repentino calo (*boom and bust cycle*). I paesi soggetti a una procedura per disavanzo eccessivo devono tener fede ai propri impegni in modo credibile e tempestivo. Sono altresì necessarie misure aggiuntive di risanamento, principalmente sul lato della spesa, in quei paesi che devono ancora raggiungere gli obiettivi di bilancio di medio termine. Vincoli stringenti di bilancio dovrebbero anche sostenere il risanamento dei conti pubblici e limitare gli sconfinamenti della spesa pubblica, contribuendo a prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. Riguardo alla politica monetaria, è fondamentale per i PECO raggiungere e mantenere la stabilità dei prezzi in modo duraturo. Una volta attenuati i fattori disinflazionistici temporanei connessi alla crisi economica e finanziaria, ciò richiederà, in particolare, un orientamento complessivo di politica economica che impedisca il riemergere di pressioni di surriscaldamento.

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	S56
6.2	Debito	S57
6.3	Variazione del debito	S58
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S59
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S60
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S61
7.2	Conto corrente e conto capitale	S62
7.3	Conto finanziario	S64
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S70
7.5	Commercio di beni	S71
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S73
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S74
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S75
9.2	Stati Uniti e Giappone	S76
	LISTA DELLE FIGURE	S77
	NOTE TECNICHE	S79
	NOTE GENERALI	S85

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 interesse¹⁾

	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	24,1	1,22	3,76
2009 3° trim.	12,2	4,5	2,7	-	0,4	24,4	0,87	3,64
4° trim.	12,3	2,2	0,3	-	-0,6	19,7	0,72	3,76
2010 1° trim.	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	10,7	0,66	3,46
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,69	3,03
2010 gen.	11,5	1,8	0,0	-0,2	-0,6	12,2	0,68	3,66
feb.	11,0	1,6	-0,4	-0,2	-0,4	9,6	0,66	3,49
mar.	10,8	1,6	-0,1	-0,2	-0,2	8,9	0,64	3,46
apr.	10,7	1,3	-0,2	-0,2	0,1	7,5	0,64	3,40
mag.	10,3	1,4	-0,2	.	0,2	.	0,69	3,00
giu.	.	.	.	.	.	.	0,73	3,03

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	2,7	-4,1	-15,1	71,1	-1,9	9,4
2009 4° trim.	0,4	-4,6	1,7	-2,1	-7,7	71,7	-2,0	9,8
2010 1° trim.	1,1	-0,2	2,1	0,6	4,6	73,9	-1,2	9,9
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 gen.	1,0	-1,0	-	-	1,7	72,3	-	9,9
feb.	0,9	-0,4	-	-	4,1	-	-	9,9
mar.	1,4	0,9	-	-	7,8	-	-	10,0
apr.	1,5	2,8	-	-	9,5	75,5	-	10,0
mag.	1,6	3,1	-	-	.	.	-	10,0
giu.	1,4	.	-	-	.	.	-	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	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 e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2008	-144,0	-19,1	145,4	374,2	-17,6	118,2	110,5	110,1	1,4708
2009	-47,8	39,5	222,2	462,4	-16,4	116,6	111,7	110,6	1,3948
2009 3° trim.	-2,2	13,8	54,4	430,9	-17,7	116,1	112,1	110,9	1,4303
4° trim.	9,9	19,4	55,3	462,4	-16,4	116,6	113,8	112,2	1,4779
2010 1° trim.	-16,9	3,5	-36,2	498,7	.	.	108,7	106,9	1,3829
2° trim.	.	.	.	.	.	.	103,1	101,7	1,2708
2010 gen.	-13,0	-7,4	-3,8	468,8	.	.	110,8	108,9	1,4272
feb.	-5,3	5,1	8,1	492,6	.	.	108,0	106,1	1,3686
mar.	1,4	5,7	-40,5	498,7	.	.	107,4	105,7	1,3569
apr.	-7,1	3,6	18,5	521,6	.	.	106,1	104,5	1,3406
mag.	.	.	.	569,7	.	.	102,8	101,4	1,2565
giu.	.	.	.	.	.	.	100,7	99,2	1,2209

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Reuters.

Nota: per ulteriori informazioni sui dati utilizzati, cfr. le rispettive tavole successive della presente sezione.

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

2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

3) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.

4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.

5) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	11 giugno 2010	18 giugno 2010	25 giugno 2010	2 luglio 2010
Oro e crediti in oro	286.691	286.691	286.690	352.092
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	213.657	213.718	212.992	232.639
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	28.591	27.875	28.287	31.344
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	17.033	16.451	16.276	16.883
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	829.523	844.913	870.354	680.576
Operazioni di rifinanziamento principali	122.039	126.672	151.512	162.912
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	707.076	718.199	718.236	405.927
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	111.237
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	367	11	565	484
Crediti connessi a scarti di garanzia	41	32	42	16
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	40.451	39.365	42.231	43.771
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	406.461	410.377	414.448	416.735
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	103.733	109.603	115.097	120.062
Altri titoli	302.729	300.774	299.351	296.674
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	35.576	35.576	35.576	35.085
Altre attività	249.141	249.774	247.391	240.685
Attività totali	2.107.126	2.124.740	2.154.245	2.049.811

2. Passività

	11 giugno 2010	18 giugno 2010	25 giugno 2010	2 luglio 2010
Banconote in circolazione	809.744	808.925	809.750	816.470
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	562.610	574.912	580.559	424.032
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	137.814	295.683	245.063	160.380
Depositi overnight	384.260	232.045	284.357	231.717
Depositi a tempo determinato	40.500	47.000	51.000	31.866
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	36	184	138	68
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	723	1.044	1.038	818
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	130.605	139.563	163.543	123.841
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	41.146	41.794	41.429	41.882
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.092	1.051	957	926
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	15.434	14.698	14.648	15.481
Contropartite dei DSP dell'FMI	53.033	53.033	53.033	56.711
Altre passività	165.611	162.591	162.161	162.640
Rivalutazioni	249.205	249.205	249.205	328.818
Capitale e riserve	77.922	77.922	77.922	78.191
Passività totali	2.107.126	2.124.740	2.154.245	2.049.811

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 termine³⁾

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 ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2010 10 mar.	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
14	70.577	68	70.577	1,00	-	-	-	7
21	70.228	67	70.228	1,00	-	-	-	7
28	75.624	66	75.624	1,00	-	-	-	7
5 mag.	90.317	76	90.317	1,00	-	-	-	7
12	99.570	81	99.570	1,00	-	-	-	7
19	104.752	81	104.752	1,00	-	-	-	7
26	106.014	83	106.014	1,00	-	-	-	7
2 giu.	117.727	86	117.727	1,00	-	-	-	7
9	122.039	96	122.039	1,00	-	-	-	7
16	126.672	101	126.672	1,00	-	-	-	7
23	151.511	114	151.511	1,00	-	-	-	7
30	162.912	157	162.912	1,00	-	-	-	7
7 lug.	229.070	151	229.070	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2010 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 ⁵⁾	17.876	62	17.876	-	-	-	-	182
14	15.730	12	15.730	1,00	-	-	-	28
29 ³⁾	4.846	24	4.846	-	1,00	1,00	1,15	91
12 mag.	20.480	18	20.480	1,00	-	-	-	35
13 ⁵⁾	35.668	56	35.668	-	-	-	-	182
27	12.163	35	12.163	1,00	-	-	-	91
16 giu.	31.603	23	31.603	1,00	-	-	-	28
1 lug.	131.933	171	131.933	1,00	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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
13 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	292.470	186	292.295	-	-	1,00	0,80	0,76	1
11 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	319.752	193	319.693	-	-	1,00	0,80	0,76	1
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	162.744	223	16.500	-	-	1,00	0,29	0,28	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	86.003	93	26.500	-	-	1,00	0,28	0,27	7
2 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	73.576	68	35.000	-	-	1,00	0,28	0,28	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	75.627	64	40.500	-	-	1,00	0,35	0,31	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	363.775	174	363.475	-	-	1,00	0,80	0,77	1
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.078	66	47.000	-	-	1,00	0,30	0,28	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.560	67	51.000	-	-	1,00	0,40	0,31	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	31.866	45	31.866	-	-	1,00	1,00	0,54	7
1 lug.	Transazione inversa???	111.237	78	111.237	1,00	-	-	-	-	6
7	Raccolta di depositi a tempo determinato	87.431	88	59.000	-	-	1,00	0,75	0,56	7

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. 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. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- 4) 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.
- 5) Nell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno, regolata il 17 dicembre 2009, e nelle operazioni a più lungo termine, regolate il 1° aprile e il 13 maggio 2010, 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 dall'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
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2009 dic.	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 gen.	18.454,5	9.829,1	766,1	2.465,6	1.225,0	4.168,7
feb.	18.516,2	9.828,1	759,3	2.479,5	1.282,5	4.166,8
mar.	18.587,9	9.807,3	782,8	2.506,7	1.283,5	4.207,6
apr.	18.861,5	9.912,0	764,4	2.584,6	1.345,7	4.254,8

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2008	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010 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	212,5	1,2	0,0	1,00
11 mag.	211,2	212,4	1,2	0,0	1,00
15 giu.	211,3	212,5	1,3	0,0	1,00
13 lug.	213,0	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾	Bancnote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
		Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ²⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1.150,7
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
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
13 apr.	439,8	77,7	650,5	0,4	43,6	200,7	8,4	792,9	113,6	-116,1	212,5	1.206,1
11 mag.	457,0	76,7	666,4	0,9	49,4	218,2	11,4	796,6	112,1	-100,3	212,4	1.227,2
15 giu.	462,4	110,0	706,7	0,3	86,9	288,8	34,1	806,2	123,1	-98,4	212,5	1.307,5

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite dell'Eurosistema e del programma per i mercati dei titoli finanziari.

 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	1.029,6	19,9	0,6	1.009,1	300,7	257,2	1,9	41,6	-	17,4	431,1	8,9	258,4
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,6	2,4	40,3	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009 4° trim.	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	3,6	79,8	-	16,5	557,7	8,5	320,0
2010 1° trim.	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
2010 gen.	2.823,5	1.464,9	19,5	0,7	1.444,8	451,7	364,3	3,8	83,6	-	16,2	563,2	8,4	319,1
feb.	2.867,1	1.479,4	19,5	0,7	1.459,3	465,4	373,7	3,9	87,9	-	16,1	585,8	8,4	312,0
mar.	2.880,9	1.476,1	19,6	0,7	1.455,9	472,4	376,1	4,1	92,2	-	16,6	583,0	8,4	324,4
apr.	2.946,5	1.511,9	19,0	0,7	1.492,3	478,9	377,6	4,5	96,8	-	16,4	609,9	8,4	321,0
mag. ^(*)	3.259,2	1.732,5	19,0	0,7	1.712,9	516,5	408,6	4,8	103,1	-	15,9	665,5	8,5	320,4
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	31.842,1	18.052,6	968,4	10.772,1	6.312,0	4.630,0	1.245,9	1.406,8	1.977,4	98,7	1.196,1	4.754,3	211,4	2.898,9
2009 4° trim.	31.153,8	17.703,7	1.002,3	10.780,3	5.921,1	5.061,5	1.483,9	1.496,8	2.080,8	85,1	1.234,9	4.258,1	220,4	2.590,2
2010 1° trim.	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,0	1.551,6	1.482,1	2.094,2	77,7	1.227,6	4.421,9	218,0	2.751,3
2010 gen.	31.408,1	17.723,1	1.013,9	10.770,2	5.939,0	5.077,0	1.496,5	1.493,2	2.087,4	86,9	1.250,2	4.383,5	219,7	2.667,6
feb.	31.525,0	17.712,6	1.009,1	10.773,5	5.930,0	5.094,9	1.523,7	1.497,4	2.073,7	85,6	1.232,7	4.432,0	218,2	2.749,0
mar.	31.566,8	17.742,3	1.033,0	10.795,4	5.913,9	5.128,0	1.551,6	1.482,1	2.094,2	77,7	1.227,6	4.421,9	218,0	2.751,3
apr.	31.977,9	17.895,9	1.037,5	10.816,9	6.041,5	5.131,6	1.561,3	1.490,0	2.080,3	76,6	1.270,6	4.517,2	218,0	2.868,1
mag. ^(*)	32.707,6	18.178,6	1.050,4	10.859,5	6.268,7	5.103,6	1.563,3	1.474,8	2.065,5	74,7	1.254,6	4.663,4	218,7	3.214,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2007	2.046,2	697,0	739,1	23,9	19,1	696,2	-	0,1	238,0	113,9	258,1
2008	2.982,9	784,7	1.240,7	68,8	16,6	1.155,2	-	0,1	273,8	377,8	305,9
2009 4° trim.	2.829,9	829,3	1.185,7	102,6	22,6	1.060,5	-	0,1	320,9	140,2	353,7
2010 1° trim.	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
2010 gen.	2.823,5	806,2	1.204,1	116,3	23,5	1.064,2	-	0,1	328,4	133,5	351,3
feb.	2.867,1	807,0	1.225,9	107,0	23,6	1.095,2	-	0,1	344,7	138,1	351,4
mar.	2.880,9	819,9	1.222,8	101,2	22,0	1.099,6	-	0,1	353,0	135,4	349,6
apr.	2.946,5	821,1	1.264,2	87,8	22,0	1.154,4	-	0,1	369,2	140,1	351,8
mag. ^(*)	3.259,2	828,4	1.511,6	128,8	23,3	1.359,5	-	0,1	407,0	155,3	356,9
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	31.842,1	-	16.740,2	191,0	9.690,4	6.858,8	824,8	4.848,4	1.767,6	4.404,3	3.256,9
2009 4° trim.	31.153,8	-	16.465,8	144,2	10.034,6	6.287,1	732,3	4.919,1	1.921,0	4.099,8	3.015,8
2010 1° trim.	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
2010 gen.	31.408,1	-	16.461,2	161,1	10.009,6	6.290,5	738,8	4.975,7	1.920,4	4.227,0	3.084,9
feb.	31.525,0	-	16.460,3	166,5	10.012,0	6.281,8	729,4	4.961,0	1.916,9	4.285,4	3.172,0
mar.	31.566,8	-	16.419,7	166,3	10.024,3	6.229,1	705,8	5.013,0	1.928,1	4.290,0	3.210,3
apr.	31.977,9	-	16.591,5	159,7	10.111,5	6.320,2	710,6	5.018,7	1.931,7	4.409,4	3.316,1
mag. ^(*)	32.707,6	-	16.865,4	155,2	10.136,6	6.573,5	694,1	5.028,2	1.939,1	4.562,4	3.618,4

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro 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	22.380,4	11.119,4	974,4	10.144,9	2.469,4	1.454,3	1.015,1	882,2	5.310,0	214,6	2.384,7
2008	24.126,7	11.761,8	989,0	10.772,8	2.974,7	1.565,5	1.409,2	784,2	5.239,0	220,0	3.147,1
2009 4° trim.	23.862,6	11.802,7	1.021,7	10.781,0	3.352,5	1.852,2	1.500,3	811,8	4.815,8	228,9	2.851,0
2010 1° trim.	24.312,0	11.848,7	1.052,6	10.796,0	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,9	226,4	3.024,5
2010 gen.	24.090,2	11.804,2	1.033,3	10.770,9	3.357,7	1.860,7	1.497,0	815,6	4.946,7	228,1	2.937,7
feb.	24.260,7	11.802,7	1.028,5	10.774,2	3.398,7	1.897,4	1.501,2	801,4	5.017,8	226,6	3.013,6
mar.	24.312,0	11.848,7	1.052,6	10.796,0	3.413,9	1.927,7	1.486,2	793,6	5.004,9	226,4	3.024,5
apr.	24.626,9	11.874,0	1.056,5	10.817,6	3.433,4	1.938,9	1.494,5	825,3	5.127,1	226,4	3.140,7
mag. ^(p)	25.223,0	11.929,5	1.069,3	10.860,2	3.451,5	1.971,9	1.479,6	800,9	5.328,9	227,1	3.485,0
Transazioni											
2007	2.621,2	1.014,4	-10,0	1.024,4	289,0	-38,3	327,3	55,5	832,9	-1,2	431,1
2008	1.711,0	599,0	12,8	586,2	499,4	90,1	409,2	-56,0	-56,3	-3,0	728,9
2009 4° trim.	-124,1	-3,2	10,2	-13,4	-5,7	-11,4	5,7	9,2	-34,7	3,9	-93,5
2010 1° trim.	272,7	29,3	30,4	-1,1	52,2	71,7	-19,5	-13,0	53,9	-2,6	152,8
2010 gen.	126,4	-18,1	11,3	-29,5	2,0	8,6	-6,6	4,9	62,5	-0,7	75,8
feb.	118,5	-1,7	-4,9	3,3	34,4	31,9	2,5	-12,1	16,7	-1,8	83,0
mar.	27,7	49,1	24,0	25,1	15,9	31,2	-15,3	-5,9	-25,3	0,0	-6,0
apr.	271,9	31,4	3,6	27,8	20,6	13,0	7,6	34,9	69,7	0,0	115,3
mag. ^(p)	393,2	36,0	12,4	23,6	15,8	31,6	-15,7	-18,9	12,9	0,7	346,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari 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	22.380,4	638,6	150,8	8.946,6	660,4	2.849,1	1.492,7	4.652,5	3.009,2	-19,7
2008	24.126,7	722,9	259,8	9.707,1	725,7	2.830,7	1.615,2	4.782,1	3.562,7	-79,9
2009 4° trim.	23.862,6	770,1	246,8	10.057,2	646,9	2.758,5	1.802,3	4.240,0	3.369,6	-29,0
2010 1° trim.	24.312,0	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,6	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
2010 gen.	24.090,2	757,2	277,4	10.033,2	651,9	2.804,8	1.798,1	4.360,4	3.436,2	-29,1
feb.	24.260,7	759,7	273,5	10.035,6	643,7	2.799,4	1.814,1	4.423,5	3.523,4	-12,2
mar.	24.312,0	768,7	267,4	10.046,3	628,1	2.826,6	1.830,6	4.425,4	3.559,9	-41,0
apr.	24.626,9	772,7	247,5	10.133,5	633,7	2.841,7	1.839,2	4.549,5	3.667,9	-59,1
mag. ^(p)	25.223,0	779,1	284,0	10.159,9	619,2	2.859,7	1.876,4	4.717,7	3.975,3	-48,5
Transazioni										
2007	2.621,2	45,8	-13,4	887,5	54,5	269,3	143,4	857,8	446,6	-70,4
2008	1.711,0	83,3	106,1	700,3	29,4	-32,0	139,0	93,1	616,2	-24,6
2009 4° trim.	-124,1	29,4	-48,6	103,1	-46,1	-22,8	52,8	-87,6	-139,1	34,8
2010 1° trim.	272,7	-1,3	20,7	-33,0	-20,1	42,5	-0,7	76,3	194,0	-5,7
2010 gen.	126,4	-12,8	30,7	-32,3	4,7	30,3	-8,8	56,3	72,6	-14,2
feb.	118,5	2,4	-3,9	-10,6	-8,2	-13,3	-1,0	28,9	101,7	22,5
mar.	27,7	9,0	-6,1	9,8	-16,6	25,5	9,2	-8,8	19,7	-14,0
apr.	271,9	4,0	-20,0	83,0	1,6	8,2	-3,4	94,8	116,1	-12,7
mag. ^(p)	393,2	6,4	36,4	6,5	-14,6	-21,4	15,1	16,7	333,4	14,6

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

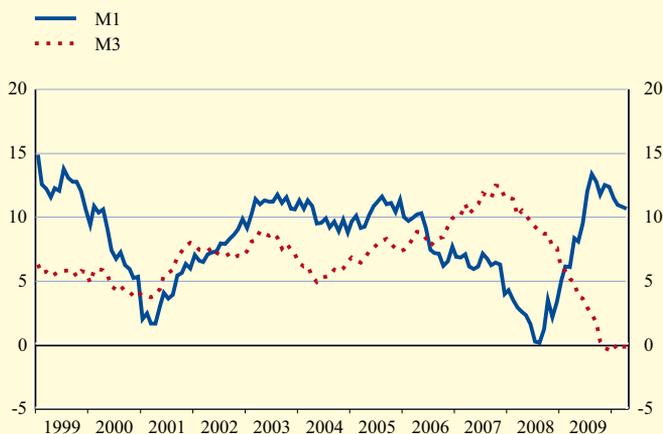
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2		M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero ³⁾	
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	Prestiti				Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾			
	1	2	3	4						5		6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2007	3.831,9	3.508,3	7.340,2	1.302,6	8.642,8	-	6.019,1	2.449,9	12.053,7	10.153,6	-	638,7
2008	3.980,2	4.033,1	8.013,3	1.372,0	9.385,4	-	6.285,9	2.576,2	12.965,8	10.777,2	-	437,2
2009 4° trim.	4.492,2	3.688,4	8.180,6	1.146,3	9.327,0	-	6.757,7	2.899,9	13.083,3	10.779,2	-	555,7
2010 1° trim.	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.103,0	9.323,5	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	591,1
2010 feb.	4.561,1	3.659,6	8.220,7	1.091,1	9.311,8	-	6.872,5	2.929,6	13.118,3	10.795,6	-	572,7
mar.	4.567,8	3.652,6	8.220,4	1.103,0	9.323,5	-	6.895,6	2.979,4	13.090,5	10.801,2	-	591,1
apr.	4.649,8	3.613,8	8.263,6	1.121,3	9.384,8	-	6.947,4	2.983,4	13.096,7	10.819,5	-	604,9
mag. ^(p)	4.645,1	3.628,5	8.273,6	1.091,5	9.365,2	-	7.003,7	3.034,2	13.102,1	10.857,5	-	653,1
Transazioni												
2007	148,3	528,6	676,9	220,2	897,1	-	507,7	-51,0	1.403,5	1.024,8	1.115,4	-26,0
2008	130,2	484,0	614,1	47,8	661,9	-	253,1	103,1	927,9	581,9	737,8	-150,3
2009 4° trim.	89,6	-102,4	-12,8	-24,9	-37,7	-	52,5	17,1	-19,8	-4,5	-6,0	27,8
2010 1° trim.	71,7	-46,3	25,3	-43,5	-18,2	-	74,4	75,2	-9,3	5,8	-3,4	9,3
2010 feb.	21,2	-11,7	9,5	-8,6	0,9	-	3,4	27,3	19,5	21,6	18,6	-17,6
mar.	6,7	-7,5	-0,8	11,3	10,5	-	13,5	50,6	-23,0	8,8	6,8	16,7
apr.	80,8	-41,1	39,8	14,3	54,1	-	31,9	5,6	14,9	24,6	26,9	-9,4
mag. ^(p)	-11,8	8,0	-3,7	-29,9	-33,7	-	-11,2	48,8	-9,1	19,0	20,9	10,8
Variazioni percentuali												
2007	4,0	17,8	10,2	20,1	11,6	11,9	9,3	-2,2	13,2	11,2	12,1	-26,0
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-150,3
2009 4° trim.	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,6	11,9	0,6	-0,2	0,2	122,9
2010 1° trim.	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,8
2010 feb.	11,0	-8,1	1,6	-12,6	-0,4	-0,2	5,6	9,2	0,2	-0,4	-0,2	139,2
mar.	10,8	-8,0	1,6	-10,9	-0,1	-0,2	5,8	9,8	0,1	-0,2	-0,1	155,8
apr.	10,7	-8,6	1,3	-9,9	-0,2	-0,2	5,8	8,7	0,4	0,1	0,1	88,1
mag. ^(p)	10,3	-8,0	1,4	-10,7	-0,2	.	4,8	9,8	0,1	0,2	0,2	67,9

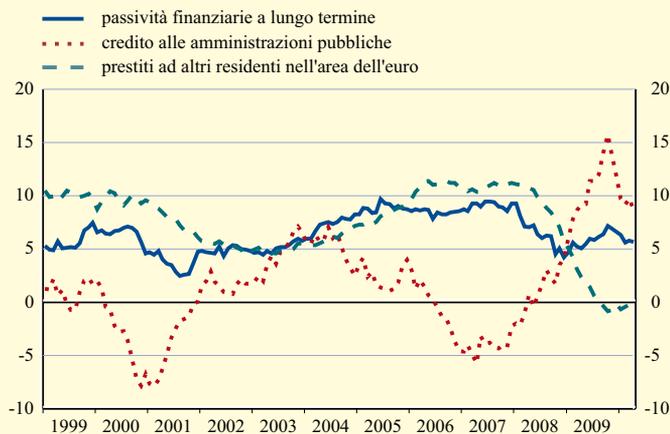
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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, Tesoro, ecc.) 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⁾

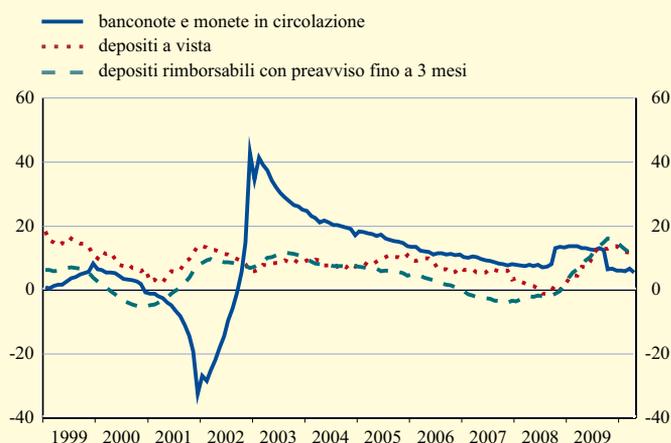
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

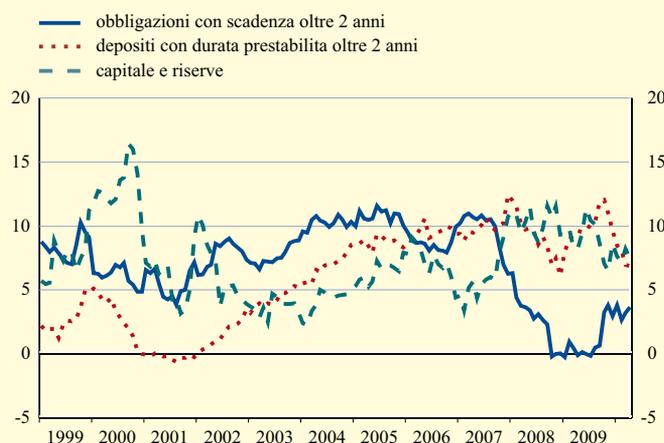
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi 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	625,9	3.206,0	1.966,8	1.541,5	304,6	685,8	312,2	2.548,1	119,6	1.867,6	1.483,7
2008	710,6	3.269,7	2.464,5	1.568,6	350,3	754,9	266,9	2.576,0	121,6	1.984,4	1.603,9
2009 4° trim.	755,3	3.736,9	1.883,0	1.805,4	340,3	673,5	132,6	2.638,4	131,9	2.198,3	1.789,1
2010 1° trim.	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,8	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
2010 feb.	764,8	3.796,3	1.830,1	1.829,5	323,6	641,7	125,8	2.681,0	131,2	2.245,2	1.815,0
mar.	775,5	3.792,4	1.816,8	1.835,8	343,0	625,3	134,8	2.693,5	132,2	2.241,1	1.828,8
apr.	769,2	3.880,6	1.773,1	1.840,6	359,2	624,2	137,9	2.708,3	131,2	2.260,5	1.847,4
mag. ^(p)	780,4	3.864,8	1.783,6	1.844,9	358,3	605,6	127,7	2.726,4	129,0	2.253,9	1.894,3
Transazioni											
2007	46,7	101,6	580,6	-52,0	41,0	58,5	120,6	149,3	9,8	207,3	141,3
2008	83,6	46,5	463,4	20,5	47,0	32,6	-31,9	1,2	0,7	114,6	136,7
2009 4° trim.	8,8	80,9	-147,6	45,2	12,4	-23,6	-13,7	4,4	-1,1	4,9	44,3
2010 1° trim.	20,2	51,5	-75,7	29,4	2,5	-49,4	3,4	28,0	0,3	35,4	10,7
2010 feb.	4,0	17,3	-20,6	8,9	14,9	-16,8	-6,7	-15,7	-0,5	14,4	5,2
mar.	10,7	-4,0	-13,8	6,3	19,4	-17,4	9,3	10,5	1,0	-4,5	6,4
apr.	-6,2	87,1	-45,7	4,6	16,2	-5,1	3,2	7,7	0,3	17,4	6,6
mag. ^(p)	11,2	-22,9	4,2	3,9	-1,1	-18,6	-10,2	-21,2	-1,1	-13,5	24,6
Variazioni percentuali											
2007	8,1	3,3	41,2	-3,3	15,5	9,2	62,1	6,3	9,6	12,4	10,8
2008	13,3	1,4	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,6	0,1	0,5	6,1	9,3
2009 4° trim.	6,1	13,8	-24,4	15,1	-2,8	-1,8	-50,1	3,0	7,2	9,6	8,6
2010 1° trim.	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,2	5,5	7,0	8,2
2010 feb.	6,0	12,0	-22,5	12,7	-1,2	-9,4	-41,0	2,7	5,9	8,1	7,2
mar.	6,8	11,7	-22,0	11,8	1,3	-11,8	-29,4	3,2	5,5	7,0	8,2
apr.	5,5	11,8	-22,7	10,6	7,3	-11,8	-31,6	3,6	4,8	7,0	7,6
mag. ^(p)	6,8	11,0	-21,2	9,6	9,8	-13,9	-33,8	2,3	2,3	5,6	7,8

F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)


F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

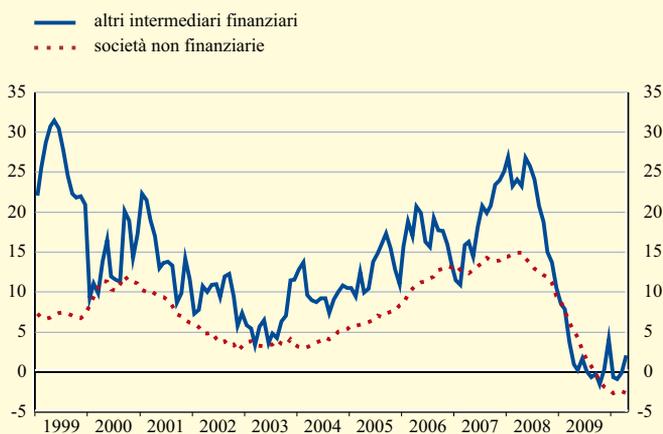
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Società non finanziarie				Famiglie ⁴⁾			
	Totale	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	876,6	4.384,6	1.282,9	859,8	2.241,9	4.784,9	616,7	3.421,0	747,3
2008	104,9	973,0	4.822,5	1.381,6	961,1	2.479,8	4.876,8	631,0	3.482,3	763,5
2009 4° trim.	90,0	1.059,9	4.685,9	1.185,8	936,9	2.563,2	4.943,4	630,3	3.542,4	770,6
2010 1° trim.	87,4	1.048,6	4.683,9	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
2010 feb.	91,3	1.042,4	4.694,8	1.183,9	931,2	2.579,7	4.967,1	624,8	3.565,5	776,9
mar.	87,4	1.048,6	4.683,9	1.173,3	923,0	2.587,6	4.981,2	622,0	3.580,4	778,8
apr.	90,5	1.069,6	4.663,1	1.156,4	918,4	2.588,3	4.996,3	623,4	3.593,1	779,8
mag. ^(p)	90,2	1.071,8	4.688,3	1.168,1	917,1	2.603,1	5.007,3	623,0	3.604,0	780,3
Transazioni										
2007	16,7	175,2	554,9	145,6	155,7	253,6	278,0	31,4	226,5	20,0
2008	-3,7	87,2	418,7	86,8	119,8	212,0	79,8	10,4	52,3	17,1
2009 4° trim.	-3,4	10,3	-46,4	-45,4	-15,1	14,0	35,1	0,6	30,2	4,3
2010 1° trim.	-2,7	-32,4	1,7	-3,0	-10,9	15,6	39,2	-4,4	35,8	7,8
2010 feb.	3,7	-6,6	12,8	-2,2	1,9	13,0	11,7	-1,7	10,4	3,0
mar.	-3,9	3,6	-6,0	-0,1	-6,3	0,5	15,0	-0,9	13,9	1,9
apr.	3,0	19,5	-14,2	-16,9	-1,1	3,8	16,3	0,1	12,7	3,5
mag. ^(p)	-0,5	-7,4	18,3	10,3	-2,4	10,4	8,6	-1,2	8,8	1,0
Variazioni percentuali										
2007	18,2	24,7	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,7
2008	-3,5	10,0	9,5	6,7	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009 4° trim.	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-1,9	3,8	1,3	-0,1	1,5	1,6
2010 1° trim.	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,8	2,1	-1,0	2,6	2,8
2010 feb.	-5,4	-0,6	-2,4	-12,0	-3,5	3,2	1,8	-0,8	2,1	2,7
mar.	-11,3	0,1	-2,4	-10,6	-4,4	2,8	2,1	-1,0	2,6	2,8
apr.	-7,4	2,3	-2,6	-10,9	-5,0	2,7	2,5	-0,4	2,9	3,1
mag. ^(p)	-7,8	0,5	-2,1	-9,8	-5,1	2,9	2,6	-0,4	3,1	2,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie 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.

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	93,7	69,3	6,2	18,2	962,5	555,4	169,0	238,1	4.828,2	1.377,4	961,3	2.489,5
2009 4° trim.	80,3	57,4	7,0	15,9	1.052,9	593,4	186,2	273,3	4.692,3	1.181,7	937,3	2.573,3
2010 1° trim.	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,0	924,2	2.586,2
2010 mar.	87,1	65,4	5,8	15,9	1.056,2	594,5	184,8	276,9	4.680,5	1.170,0	924,2	2.586,2
apr.	92,1	70,2	5,9	16,0	1.077,4	613,6	185,9	277,8	4.667,1	1.160,0	919,9	2.587,2
mag. ^(p)	93,8	71,6	5,7	16,6	1.084,4	617,6	186,3	280,4	4.687,1	1.164,8	919,0	2.603,2
Transazioni												
2008	-3,4	-3,1	-1,3	1,0	90,2	27,7	20,1	42,4	419,2	86,1	120,0	213,1
2009 4° trim.	-14,0	-14,2	-0,8	1,0	-9,9	-5,5	-5,2	0,8	-29,5	-46,1	-12,5	29,0
2010 1° trim.	6,6	7,9	-1,3	0,0	-17,8	-14,9	-5,9	3,0	-8,2	-2,2	-10,1	4,1
2010 mar.	-1,2	-1,1	0,0	-0,1	17,7	19,2	-1,8	0,2	-4,6	0,4	-3,7	-1,2
apr.	5,1	4,9	0,1	0,1	19,6	18,3	0,7	0,6	-6,6	-10,0	-0,7	4,1
mag. ^(p)	1,4	1,2	-0,3	0,5	-2,6	-2,4	-1,0	0,8	13,0	3,4	-2,0	11,6
Variazioni percentuali												
2008	-3,5	-4,3	-17,8	6,1	10,5	5,5	13,5	22,0	9,5	6,7	13,9	9,4
2009 4° trim.	-13,1	-17,1	14,2	-4,8	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,1	-1,9	3,8
2010 1° trim.	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,3	-10,6	-4,4	2,8
2010 mar.	-11,2	-12,5	-13,4	-3,2	-0,1	-0,7	-5,6	5,3	-2,3	-10,6	-4,4	2,8
apr.	-7,5	-8,1	-4,6	-4,7	2,2	3,6	-5,4	4,2	-2,6	-10,9	-5,0	2,7
mag. ^(p)	-7,9	-8,7	-9,5	-2,4	0,5	0,5	-5,8	5,0	-2,1	-9,8	-5,1	2,9

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	4.887,8	633,0	138,8	196,2	298,0	3.490,4	17,2	67,5	3.405,7	764,4	155,0	90,4	519,0
2009 4° trim.	4.954,8	632,3	135,6	195,0	301,8	3.550,8	14,8	60,9	3.475,1	771,6	146,2	87,3	538,1
2010 1° trim.	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
2010 mar.	4.971,6	619,8	130,5	191,1	298,2	3.574,8	14,8	60,7	3.499,3	777,1	147,0	85,5	544,6
apr.	4.980,2	621,0	130,1	191,4	299,5	3.582,2	14,8	60,6	3.506,9	776,9	145,7	83,9	547,3
mag. ^(p)	4.994,3	620,8	131,2	190,0	299,6	3.595,3	14,9	60,4	3.520,0	778,2	144,8	83,9	549,4
Transazioni													
2008	80,2	10,4	1,0	-9,1	18,6	52,6	1,1	-3,8	55,3	17,1	2,5	-5,4	20,0
2009 4° trim.	40,0	0,7	3,0	-1,0	-1,3	34,5	-0,4	-1,6	36,5	4,8	-2,4	0,0	7,2
2010 1° trim.	18,2	-8,7	-3,5	-2,6	-2,6	21,7	0,0	0,1	21,7	5,2	0,3	-1,0	6,0
2010 mar.	13,2	1,9	1,0	0,7	0,2	9,3	0,1	0,2	9,0	2,0	0,1	-0,1	2,0
apr.	9,8	0,0	-0,4	-0,5	0,9	7,5	0,0	-0,1	7,6	2,3	-1,2	-0,5	3,9
mag. ^(p)	11,7	-1,0	0,3	-1,5	0,1	10,9	0,2	-0,3	11,0	1,8	-0,3	0,0	2,0
Variazioni percentuali													
2008	1,7	1,7	0,7	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,2	1,7	2,3	1,7	-5,2	4,0
2009 4° trim.	1,3	-0,1	-0,9	-2,1	1,6	1,5	-15,3	-12,0	1,8	1,6	-5,1	-1,9	4,2
2010 1° trim.	2,1	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
2010 mar.	2,1	-1,0	-1,7	-2,4	0,1	2,6	-10,4	-7,4	2,8	2,8	-2,2	-1,5	5,0
apr.	2,5	-0,4	-0,7	-1,8	0,8	2,9	-7,7	-7,4	3,1	3,1	-1,3	-2,4	5,2
mag. ^(p)	2,6	-0,4	0,3	-2,4	0,5	3,1	-6,7	-7,7	3,3	2,9	-1,0	-2,4	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)}

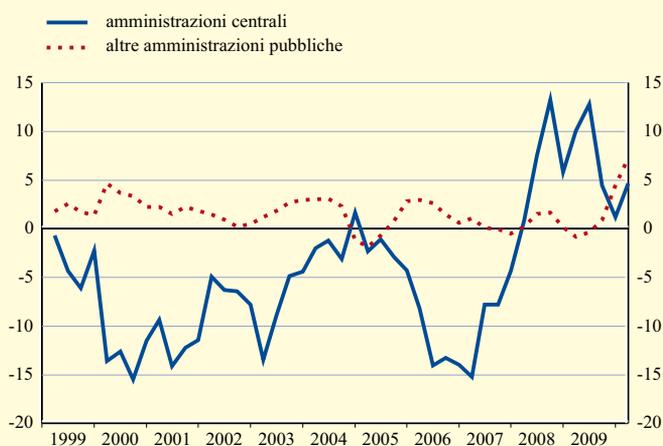
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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										
2008	968,4	227,1	210,1	509,0	22,2	3.247,8	2.282,0	965,8	57,8	908,1
2009	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2009 2° trim.	999,0	249,4	206,5	514,5	28,6	2.949,2	1.999,9	949,3	57,1	892,2
3° trim.	994,7	235,9	209,7	518,3	30,7	2.808,1	1.894,1	914,0	47,7	866,2
4° trim.	1.002,3	229,9	211,0	527,7	33,8	2.826,3	1.917,4	908,9	46,3	862,6
2010 1° trim. ^(p)	1.033,0	244,0	210,5	543,6	34,9	2.956,1	1.986,9	969,1	47,5	921,6
Transazioni										
2008	13,7	12,4	-8,1	16,5	-7,2	-59,3	-85,8	26,4	0,3	26,1
2009	36,0	2,8	0,9	20,8	11,5	-385,5	-346,8	-39,3	-1,5	-37,8
2009 2° trim.	28,0	16,9	0,9	2,6	7,6	-72,3	-78,9	6,9	-1,1	8,1
3° trim.	-4,2	-13,4	3,2	3,9	2,1	-75,1	-70,0	-5,1	0,8	-5,9
4° trim.	10,2	-6,2	1,3	12,0	3,1	-4,0	10,6	-15,4	-1,4	-14,0
2010 1° trim. ^(p)	30,3	13,6	-0,4	16,0	1,2	55,8	23,5	32,1	0,0	32,1
Variazioni percentuali										
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,5	-1,8	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2009 2° trim.	2,6	12,8	-4,1	3,9	-31,9	-13,8	-16,5	-7,5	-7,8	-7,5
3° trim.	1,7	4,5	-0,2	4,4	-32,3	-18,2	-21,9	-9,4	-1,3	-9,9
4° trim.	3,7	1,2	0,5	4,1	52,0	-11,8	-15,1	-4,1	-3,1	-4,2
2010 1° trim. ^(p)	6,6	4,7	2,4	6,8	66,2	-3,1	-5,5	2,0	-3,5	2,3

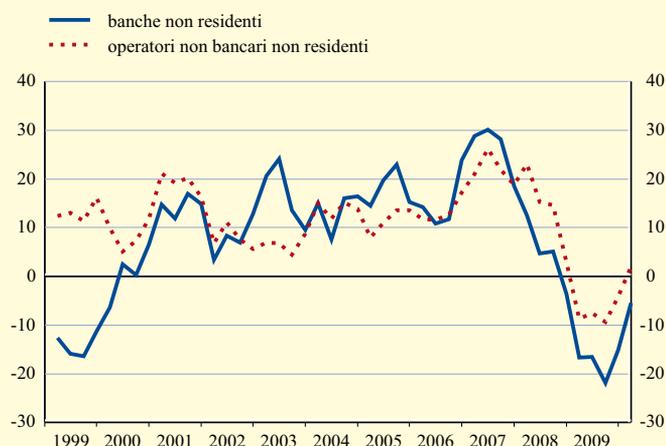
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(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)

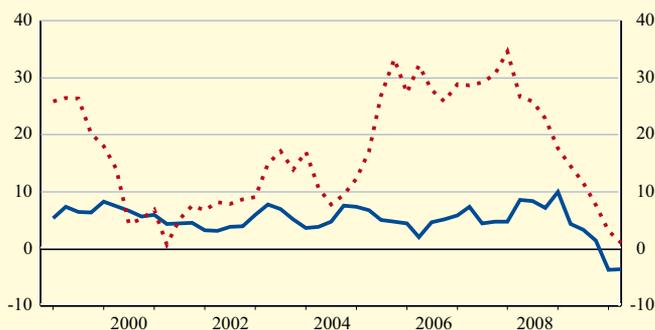
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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	1.803,1	320,3	420,6	852,9	12,3	0,1	197,0
2009 4° trim.	738,3	84,2	87,0	543,3	2,2	1,4	20,2	1.873,1	313,4	335,3	957,6	15,9	0,0	250,9
2010 1° trim.	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
2010 feb.	736,4	90,3	85,6	539,5	2,3	1,4	17,3	1.897,4	334,4	327,4	962,9	17,0	0,2	255,5
mar.	735,8	87,1	84,9	539,7	2,5	1,4	20,2	1.886,8	329,1	311,9	956,7	17,1	0,1	272,0
apr.	736,1	88,4	84,9	540,6	2,5	1,4	18,3	1.949,0	367,2	301,9	965,9	18,3	0,2	295,4
mag. ^(p)	732,3	91,3	87,2	536,4	2,4	0,3	14,8	1.952,2	368,6	299,4	966,7	12,4	0,2	304,9
Transazioni														
2007	31,3	0,8	10,4	24,7	-0,3	-0,3	-4,1	394,9	33,9	98,7	236,3	1,7	0,1	24,1
2008	69,4	12,4	42,8	12,3	-0,3	0,1	2,2	268,9	4,5	71,8	142,3	-0,3	-0,3	51,0
2009 4° trim.	-4,6	0,6	0,8	-7,3	0,3	0,0	1,1	-17,1	-1,9	-4,3	-9,8	1,4	-0,1	-2,4
2010 1° trim.	-3,8	2,7	-3,1	-3,7	0,3	0,0	0,0	-3,0	13,4	-30,2	-8,3	1,1	0,1	20,9
2010 feb.	-7,2	-3,8	2,4	-0,7	0,0	0,0	-5,0	9,2	-8,8	-0,9	-2,9	-0,1	0,1	21,8
mar.	-1,4	-3,2	-1,5	0,2	0,2	0,0	3,0	-12,0	-5,7	-16,2	-6,6	0,0	0,0	16,5
apr.	0,2	1,3	-0,1	-0,2	0,0	1,1	-1,9	58,8	37,3	-11,6	8,4	1,2	0,0	23,4
mag. ^(p)	-5,8	2,5	2,0	-6,7	-0,1	0,0	-3,5	-5,2	-1,1	-4,1	-3,4	-6,0	0,1	9,2
Variazioni percentuali														
2007	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	10,0	17,3	60,0	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	20,9	20,0	-2,5	-	34,6
2009 4° trim.	-3,6	-1,1	-26,5	1,0	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 1° trim.	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
2010 feb.	-3,2	-3,1	-14,6	-0,8	64,7	-	-18,9	3,1	2,1	-13,0	5,7	21,7	-	20,6
mar.	-3,5	-4,7	-16,4	-1,1	53,8	-	-5,6	1,1	2,7	-15,2	3,0	18,1	-	15,9
apr.	-3,6	-2,1	-15,4	-1,8	42,2	-	-12,1	2,8	11,3	-20,0	3,1	21,6	-	24,1
mag. ^(p)	-3,5	8,4	-12,7	-3,2	28,7	-	-24,9	2,5	16,5	-20,1	0,8	-17,1	-	27,3

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

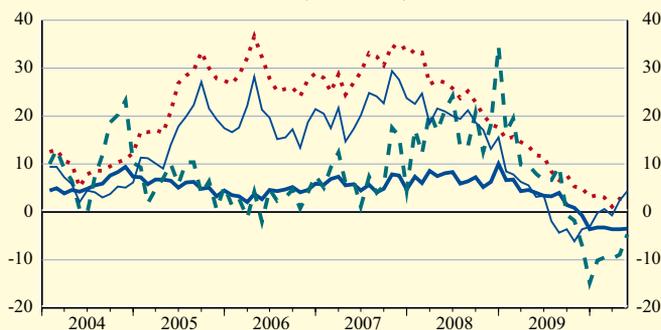
- società di assicurazione e di fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

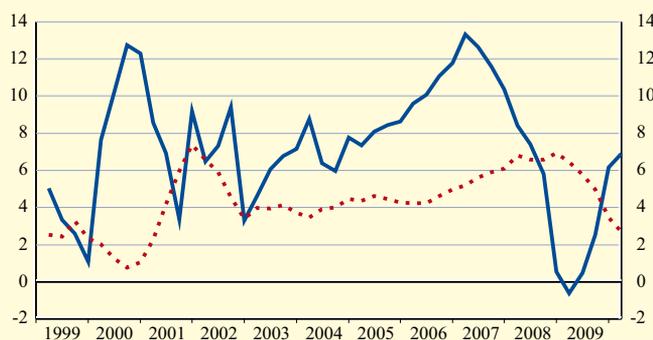
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2007	1.477,2	884,0	479,4	59,5	29,3	1,4	23,7	4.989,0	1.777,4	993,3	561,5	1.458,6	111,1	87,1
2008	1.502,8	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 4° trim.	1.603,3	1.001,2	434,7	80,7	68,7	1,7	16,3	5.590,9	2.155,6	988,5	605,6	1.680,2	123,7	37,3
2010 1° trim.	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
2010 feb.	1.534,7	954,1	414,8	81,7	70,7	1,8	11,7	5.611,7	2.176,5	935,8	625,0	1.715,9	121,6	37,0
mar.	1.576,5	982,4	423,8	82,9	72,9	1,8	12,6	5.593,7	2.157,8	925,0	631,6	1.721,5	121,7	36,1
apr.	1.588,0	995,5	417,4	86,7	73,7	1,9	12,8	5.608,3	2.184,0	908,1	636,1	1.726,3	119,8	33,9
mag. ^(p)	1.597,2	1.005,0	415,1	88,5	74,1	1,8	12,7	5.618,3	2.191,1	902,3	641,0	1.733,4	118,1	32,5
Transazioni														
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	7,8	-5,1	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 4° trim.	51,7	49,4	-10,0	2,7	10,4	0,2	-1,1	90,8	102,5	-96,5	45,0	43,3	2,3	-5,8
2010 1° trim.	-28,5	-20,3	-11,3	2,5	4,2	0,1	-3,7	0,5	2,2	-64,6	25,8	40,4	-2,0	-1,2
2010 feb.	-14,2	-11,0	-4,0	0,2	2,0	0,0	-1,4	-0,8	2,1	-18,7	9,5	6,9	-0,6	0,0
mar.	43,0	28,7	9,9	1,3	2,2	0,1	0,9	-17,8	-18,6	-10,7	6,6	5,7	0,1	-0,9
apr.	11,1	13,1	-6,7	3,7	0,8	0,0	0,2	14,3	26,0	-16,9	4,5	4,7	-1,8	-2,2
mag. ^(p)	3,0	6,6	-5,1	1,4	0,1	0,0	-0,1	7,1	5,8	-7,2	4,8	6,9	-1,8	-1,4
Variazioni percentuali														
2007	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	0,5	-0,6	2,8	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,2	-7,7	1,9	1,5	-3,9
2009 4° trim.	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,3	16,4	12,8	7,5	-55,4
2010 1° trim.	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
2010 feb.	5,1	11,3	-12,9	18,1	100,9	32,4	-45,1	3,1	15,6	-28,4	19,7	10,8	5,8	-47,1
mar.	6,9	12,7	-10,7	17,8	89,7	37,2	-29,4	2,7	13,6	-27,8	20,5	10,0	5,3	-41,2
apr.	6,6	13,8	-12,8	21,0	68,0	33,7	-35,1	2,3	11,7	-26,8	20,5	9,0	3,5	-40,3
mag. ^(p)	5,8	12,3	-12,3	22,2	56,7	30,3	-37,5	2,1	10,3	-25,9	20,5	8,7	0,7	-40,0

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

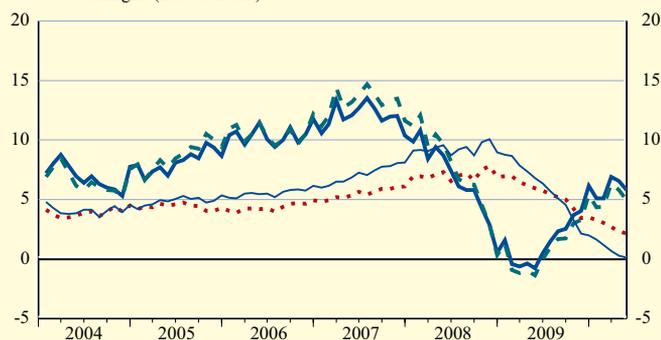
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

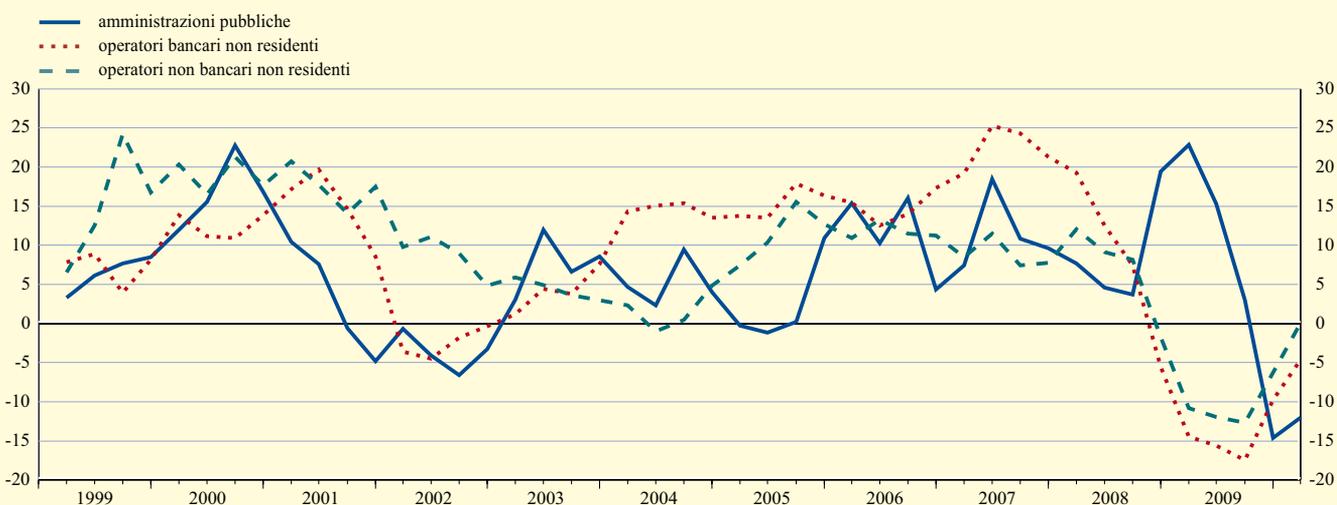
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	3.715,5	2.818,1	897,4	65,8	831,7
2009 2° trim.	476,6	227,3	48,9	118,9	81,4	3.565,2	2.685,4	879,8	64,3	815,5
3° trim.	403,0	157,0	51,2	123,0	71,8	3.422,4	2.564,0	858,5	63,5	795,0
4° trim.	373,1	144,2	45,0	112,7	71,2	3.370,5	2.534,2	836,3	56,9	779,5
2010 1° trim. ^(p)	397,7	166,3	51,6	106,5	73,3	3.544,8	2.660,0	884,8	64,7	820,1
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	-183,5	-165,9	-17,6	-36,9	19,3
2009	-64,9	-38,2	-7,2	-4,0	-15,5	-331,6	-275,8	-55,8	-4,5	-51,3
2009 2° trim.	11,8	10,9	-1,6	4,5	-2,0	-61,4	-67,8	6,4	0,7	5,7
3° trim.	-62,1	-58,9	2,3	4,1	-9,6	-80,1	-73,1	-7,0	-0,2	-6,9
4° trim.	-30,2	-12,8	-6,1	-10,3	-0,9	-80,4	-56,3	-24,1	-2,7	-21,5
2010 1° trim. ^(p)	24,6	22,1	6,5	-6,1	2,1	93,6	68,3	25,4	6,8	18,6
Variazioni percentuali										
2007	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,5	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,6	-5,6	-1,8	-25,6	2,7
2009 2° trim.	15,3	43,7	-13,0	5,3	-4,9	-14,7	-15,6	-11,9	-21,9	-10,4
3° trim.	2,9	18,6	-16,6	8,2	-15,4	-16,3	-17,4	-12,7	-27,0	-10,3
4° trim.	-14,6	-20,1	-13,8	-3,4	-17,9	-8,9	-9,8	-6,2	-6,9	-6,2
2010 1° trim. ^(p)	-12,1	-17,5	2,0	-6,9	-12,5	-3,5	-4,7	0,1	8,1	-0,5

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.

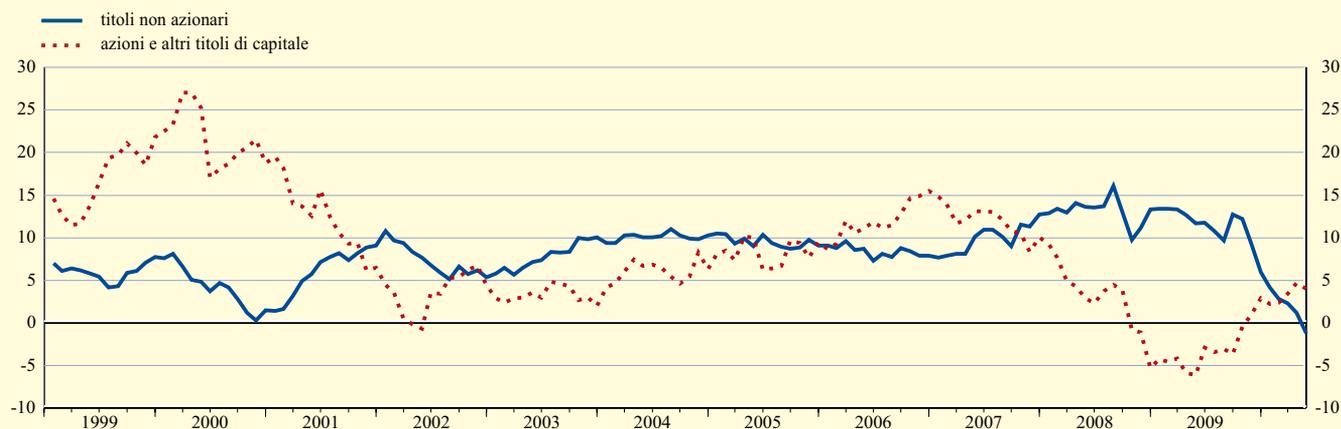
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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	5.857,6	1.884,9	92,4	1.226,6	19,3	1.355,6	51,2	1.227,5	1.473,3	421,7	774,4	277,2
2009 4° trim.	6.209,6	1.971,7	109,2	1.467,9	16,1	1.457,3	39,4	1.148,0	1.515,9	434,7	800,2	281,0
2010 1° trim.	6.302,8	1.980,3	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,8	1.515,6	445,7	781,9	288,0
2010 feb.	6.275,5	1.964,1	109,6	1.507,4	16,3	1.456,8	40,6	1.180,7	1.516,0	442,6	790,1	283,2
mar.	6.302,8	1.980,3	114,0	1.534,9	16,7	1.442,1	40,0	1.174,8	1.515,6	445,7	781,9	288,0
apr.	6.309,9	1.966,2	114,1	1.544,2	17,0	1.449,7	40,3	1.178,3	1.560,1	456,8	813,8	289,5
mag. ^(p)	6.273,7	1.955,2	110,3	1.545,2	18,2	1.445,6	29,2	1.170,1	1.543,0	464,8	789,8	288,4
Transazioni												
2007	592,4	136,0	18,1	-86,2	1,5	318,3	9,5	195,2	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	696,1	214,4	5,9	38,3	1,9	389,7	19,0	26,9	-84,8	22,4	-56,5	-50,7
2009 4° trim.	-97,7	-44,5	4,4	-17,8	-2,2	12,7	-7,3	-43,1	14,8	1,7	8,9	4,2
2010 1° trim.	47,4	7,1	-0,3	65,2	-0,3	-17,9	-2,1	-4,3	8,8	12,5	-13,0	9,3
2010 feb.	9,0	-14,3	-2,7	26,4	-3,1	3,8	-1,3	0,3	-15,0	-4,0	-12,1	1,1
mar.	23,8	16,4	3,7	28,8	0,4	-14,4	-1,2	-9,9	5,0	3,7	-5,9	7,2
apr.	-3,3	-12,8	-1,4	9,9	0,1	7,5	-0,2	-6,3	48,7	12,7	34,9	1,0
mag. ^(p)	-85,2	-9,7	-10,7	0,5	-0,3	-2,3	-13,7	-49,0	-8,6	10,1	-18,9	0,1
Variazioni percentuali												
2007	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	13,4	12,8	8,1	3,2	9,9	39,9	57,2	2,2	-5,3	5,3	-6,7	-15,3
2009 4° trim.	6,0	4,4	17,5	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,7
2010 1° trim.	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
2010 feb.	2,8	-0,7	5,4	13,5	-18,5	5,8	-24,8	-5,1	2,4	6,8	0,4	1,3
mar.	2,3	-0,4	7,8	12,0	-19,1	3,0	-23,2	-4,1	3,4	7,3	0,6	5,5
apr.	1,2	-2,6	9,7	11,3	-19,1	1,7	-23,1	-4,0	4,7	8,8	2,3	5,2
mag. ^(p)	-1,2	-4,3	-6,8	9,6	-17,2	0,6	-47,7	-8,2	4,0	10,0	0,3	5,4

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	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2009 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.	-2,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,1	0,0	-0,1	-1,0	-2,3	-0,4	-0,6	-1,2
2010 1° trim.	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,0	0,0	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
2010 feb.	-0,6	-0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,1	-0,4	-0,2	-0,6
mar.	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4
apr.	-1,0	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,1	-0,5
mag.	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3
giu. ^(p)	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-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 nell'area dell'euro		
	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	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,8	-2,6	-4,2
2009 3° trim.	-7,0	-2,2	-2,1	-2,7	-1,0	-0,5	-0,5
4° trim.	-15,2	-5,3	-6,3	-3,7	-2,1	-0,5	-1,6
2010 1° trim.	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
2010 feb.	-4,2	-1,2	-1,1	-1,9	-0,5	-0,4	-0,2
mar.	-2,3	-0,5	-1,0	-0,8	-0,4	0,0	-0,4
apr.	-4,9	-5,4	-2,0	2,4	-0,1	0,0	-0,1
mag.	-4,6	-1,1	-2,4	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1
giu. ^(p)	-5,2	-2,2	-1,6	-1,4	-0,5	-0,1	-0,3

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,4	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-60,5	-12,1	0,0	4,5	0,0	-19,1	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,3	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-1,0	0,8	-2,9	1,0	-5,9	3,4	3,5
2009 3° trim.	19,5	5,7	0,1	3,9	0,0	4,2	0,2	5,3	14,5	3,3	7,6	3,7
4° trim.	1,1	1,2	0,1	-1,5	-0,1	0,2	-0,1	1,2	-0,4	-1,7	0,6	0,8
2010 1° trim.	14,3	3,2	0,3	4,5	0,1	2,4	0,1	3,7	0,4	-1,0	-0,2	1,7
2010 gen.	1,2	-0,1	0,1	-0,5	0,0	0,7	0,1	0,9	-2,7	-1,6	-0,8	-0,3
feb.	7,9	1,6	0,1	3,6	0,1	1,1	0,0	1,4	-0,9	0,7	-2,1	0,4
mar.	5,2	1,7	0,1	1,4	0,0	0,6	0,0	1,4	4,1	-0,1	2,6	1,5
apr.	-4,0	-1,6	0,1	-3,6	0,0	-0,1	0,0	1,2	-4,1	-1,6	-3,0	0,5
mag. ^(p)	-0,6	-1,1	0,3	0,1	0,3	-1,6	0,1	1,4	-8,5	-2,1	-5,1	-1,3

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori 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 (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	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	6.858,8	89,7	10,3	7,3	0,4	1,2	0,8	9.881,4	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 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.	6.287,1	93,0	7,0	4,4	0,3	1,1	0,7	10.178,7	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 1° trim. ^(p)	6.229,1	93,1	6,9	4,1	0,3	1,2	0,8	10.190,6	97,0	3,0	2,0	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	2.818,1	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,4	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 2° trim.	2.685,4	49,0	51,0	33,2	1,6	2,6	10,7	879,8	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.	2.534,2	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,3	53,5	46,5	31,4	1,1	1,8	7,5
2010 1° trim. ^(p)	2.660,0	50,4	49,6	33,2	2,0	2,1	9,1	884,8	54,2	45,8	32,2	1,1	1,4	6,3

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

	Tutte le valute (consistenze)	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 2° trim.	5.225,1	83,6	16,4	8,3	1,8	1,8	2,7
3° trim.	5.203,1	84,0	16,0	8,2	1,8	1,9	2,3
4° trim.	5.179,1	83,3	16,7	8,7	1,7	1,9	2,5
2010 1° trim. ^(p)	5.289,1	82,5	17,5	9,4	1,6	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 (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	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	6.312,0	-	-	-	-	-	11.740,6	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
2009 2° trim.	6.215,5	-	-	-	-	-	11.835,0	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,5	
3° trim.	5.911,3	-	-	-	-	-	11.763,1	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
4° trim.	5.921,1	-	-	-	-	-	11.782,6	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 1° trim. ^(p)	5.913,9	-	-	-	-	-	11.828,4	96,1	3,9	2,0	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 2° trim.	1.999,9	45,2	54,8	29,6	2,8	3,2	13,5	949,3	40,2	59,8	42,5	1,1	3,9	7,6
3° trim.	1.894,1	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.	1.917,4	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	908,9	40,1	59,9	42,0	1,2	3,7	8,0
2010 1° trim. ^(p)	1.986,9	46,4	53,6	29,7	2,5	3,0	11,3	969,1	40,7	59,3	42,2	1,1	3,4	7,4

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	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	1.977,4	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.652,7	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 2° trim.	2.123,6	95,0	5,0	2,5	0,5	0,4	1,4	2.961,9	97,7	2,3	1,5	0,2	0,1	0,3
3° trim.	2.118,3	95,1	4,9	2,9	0,2	0,3	1,3	2.998,1	97,9	2,1	1,4	0,2	0,1	0,4
4° trim.	2.080,8	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,7	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 1° trim. ^(p)	2.094,2	94,6	5,4	3,3	0,2	0,3	1,4	3.033,7	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 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	618,5	34,8	65,2	39,3	4,2	0,9	15,1
4° trim.	547,2	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,9	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 1° trim. ^(p)	564,0	55,1	44,9	28,0	0,4	0,5	14,9	610,1	32,9	67,1	39,5	4,4	0,9	15,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2009 ott.	5.175,8	351,2	2.017,8	1.523,5	688,1	207,9	387,2
nov.	5.240,8	340,4	2.043,5	1.562,3	693,6	208,2	392,8
dic.	5.370,6	343,7	2.076,7	1.673,4	709,0	212,6	355,2
2010 gen.	5.453,5	353,3	2.120,1	1.650,3	726,7	215,5	387,7
feb.	5.527,4	355,6	2.146,3	1.670,2	741,5	216,8	397,0
mar.	5.779,1	350,5	2.209,7	1.802,9	767,0	233,7	415,4
apr.	5.857,2	351,5	2.232,7	1.817,6	780,6	235,1	439,6
Transazioni							
2009 3° trim.	173,1	-9,0	69,9	112,6	9,1	2,7	-12,1
4° trim.	87,2	-11,9	58,2	42,7	15,5	5,9	-23,2
2010 1° trim.	184,6	-3,3	65,9	30,5	29,9	17,8	43,8

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 ott.	5.175,8	97,5	4.747,0	3.875,1	522,9	871,9	331,3
nov.	5.240,8	98,2	4.808,0	3.911,5	528,8	896,5	334,6
dic.	5.370,6	101,2	4.965,2	4.020,1	539,6	945,1	304,2
2010 gen.	5.453,5	101,1	5.014,7	4.042,9	546,7	971,8	337,7
feb.	5.527,4	101,0	5.077,1	4.082,1	559,3	995,0	349,3
mar.	5.779,1	113,1	5.293,0	4.221,8	582,6	1.071,2	373,0
apr. ^(p)	5.857,2	114,0	5.354,3	4.234,9	594,0	1.119,4	389,0
Transazioni							
2009 3° trim.	173,1	0,8	186,2	94,7	16,7	91,4	-13,9
4° trim.	87,2	4,0	107,7	77,1	15,3	30,6	-24,5
2010 1° trim. ^(p)	184,6	5,4	132,4	96,2	22,2	36,2	46,8

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

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2009 set.	4.739,2	1.531,5	1.344,6	1.164,8	227,8	77,4	393,1	4.671,3	67,9	1.253,0
ott.	4.747,0	1.547,8	1.323,7	1.178,3	232,3	78,8	386,2	4.679,3	67,7	1.246,2
nov.	4.808,0	1.561,5	1.350,4	1.194,1	234,9	78,8	388,3	4.740,5	67,5	1.223,7
dic.	4.965,2	1.577,6	1.451,1	1.215,6	240,3	84,4	396,1	4.893,8	71,4	1.201,6
2010 gen.	5.014,7	1.613,9	1.422,4	1.237,8	242,5	93,7	404,4	4.944,7	70,0	1.215,5
feb.	5.077,1	1.639,3	1.441,4	1.248,5	244,3	95,6	408,0	5.006,4	70,7	1.202,0
mar.	5.293,0	1.701,9	1.551,3	1.272,3	250,5	97,9	419,1	5.218,4	74,6	1.174,8
apr. ^(p)	5.354,3	1.727,1	1.569,1	1.286,6	249,3	99,7	422,4	5.279,7	74,6	1.182,5
Transazioni										
2009 ott.	36,6	14,1	5,7	16,3	2,6	1,1	-3,3	36,9	-0,2	-5,2
nov.	20,0	8,6	5,3	4,4	1,2	-0,5	1,0	20,0	-0,1	-18,6
dic.	51,1	4,9	18,8	15,4	7,0	2,7	2,2	47,3	3,7	-36,7
2010 gen.	60,9	20,2	10,6	11,2	7,9	7,3	3,8	60,2	0,8	3,0
feb.	21,8	13,3	4,1	3,0	1,1	0,2	0,0	21,6	0,1	-16,7
mar.	49,7	39,6	2,3	-5,6	1,2	3,6	8,6	48,3	1,4	-30,1
apr. ^(p)	28,6	15,0	-0,7	11,6	0,5	-0,1	2,2	28,9	-0,3	-2,2

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 2° trim.	1.872,9	1.293,8	357,9	635,7	173,3	4,0	122,9	579,1	161,9	234,6	21,8
3° trim.	1.998,6	1.384,6	388,6	669,0	186,0	4,9	136,2	614,0	180,2	234,4	21,8
4° trim.	2.076,7	1.413,3	387,7	689,1	186,8	5,5	144,3	663,3	198,8	252,0	15,9
2010 1° trim. ^(p)	2.209,7	1.463,1	392,5	710,1	199,5	5,9	155,1	746,6	211,4	290,2	15,3
Transazioni											
2009 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.	58,2	23,9	-2,9	19,0	0,2	0,5	7,1	34,3	15,9	13,3	-6,2
2010 1° trim. ^(p)	65,9	24,4	0,3	9,0	8,2	0,0	6,8	41,5	10,7	16,4	-1,6

2. Azioni e altri titoli (diversi dai fondi di investimento e dai 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 2° trim.	1.251,3	565,6	69,5	-	28,7	16,8	450,4	685,8	110,8	210,9	59,7
3° trim.	1.544,6	701,4	97,2	-	35,8	24,8	543,4	843,2	127,0	265,1	61,8
4° trim.	1.673,4	723,3	97,5	-	36,1	23,8	565,7	950,1	138,4	295,4	65,8
2010 1° trim. ^(p)	1.802,9	742,3	92,8	-	37,5	28,3	583,5	1.060,5	147,2	327,8	75,3
Transazioni											
2009 3° trim.	112,6	34,6	7,5	-	4,1	2,3	20,6	78,0	2,4	34,0	1,4
4° trim.	42,7	3,4	4,6	-	1,0	-0,7	-1,5	39,3	3,2	7,4	3,5
2010 1° trim. ^(p)	30,5	8,7	-0,1	-	0,6	1,8	6,4	21,8	0,2	1,8	0,9

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	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 2° trim.	628,0	540,2	82,9	-	457,3	-	-	87,9	12,9	16,2	0,4
3° trim.	680,4	592,0	78,1	-	514,0	-	-	88,4	14,5	18,9	0,3
4° trim.	709,0	614,1	74,4	-	539,6	-	-	95,0	15,7	19,0	0,3
2010 1° trim. ^(p)	767,0	654,1	71,5	-	582,6	-	-	112,9	18,2	33,5	0,5
Transazioni											
2009 3° trim.	9,1	10,5	-6,2	-	16,7	-	-	-1,5	0,9	-0,3	0,0
4° trim.	15,5	10,9	-4,4	-	15,3	-	-	4,6	0,9	-0,4	0,1
2010 1° trim. ^(p)	29,9	18,4	-3,7	-	22,2	-	-	11,5	1,3	12,2	0,2

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
4° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						471,4
Saldo commerciale ¹⁾						-29,2
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						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	1.189,9	120,7	743,2	60,5	265,5	
Consumo di capitale fisso	31,1	7,2	13,4	5,0	5,5	
Consumo di capitale fisso	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						4,9
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	635,6	34,6	233,5	307,5	59,9	91,4
Interessi	366,0	31,6	59,1	215,4	59,9	52,3
Altri redditi da capitale	269,6	3,0	174,5	92,1	0,0	39,1
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	293,6	244,3	42,1	6,8	0,3	1,4
Contributi sociali	448,9	448,9				1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	471,1	1,5	16,1	33,5	420,0	0,8
Altri trasferimenti correnti	208,4	75,1	27,3	47,9	58,2	9,1
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,0	32,1	11,2	1,0	0,7	1,3
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,3			45,3		0,6
Altro	118,1	43,0	16,0	1,6	57,4	7,2
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.865,1	1.321,2			544,0	
Spese per consumi individuali	1.647,3	1.321,2			326,1	
Spese per consumi collettivi	217,9				217,9	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,8	0,1	0,2	14,6	0,0	0,0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	438,3	138,7	207,4	13,1	79,1	
Investimenti fissi lordi	461,6	137,9	231,6	12,9	79,1	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-23,3	0,8	-24,2	0,1	0,0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,2	-1,8	0,8	0,1	0,7	0,2
Trasferimenti in conto capitale	60,9	13,9	1,2	1,3	44,4	5,4
Imposte in conto capitale	10,9	10,6	0,3	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	49,9	3,4	0,9	1,3	44,4	5,4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	10,5	97,1	46,3	14,3	-147,2	-10,5
Discrepanza statistica	0,0	2,3	-2,3	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
4° trim. 2009						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						442,2
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.098,4	501,9	1.179,0	102,9	314,6	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	234,2					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.332,6					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	526,2	277,2	225,5	26,0	-2,5	
Redditi da lavoro dipendente	1.191,3	1.191,3				3,6
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	279,9				279,9	-14,6
Redditi da capitale	629,8	212,2	91,6	303,8	22,1	97,2
Interessi	354,5	53,9	36,4	255,6	8,7	63,7
Altri redditi da capitale	275,2	158,4	55,3	48,2	13,4	33,5
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.991,6	1.646,1	83,6	22,2	239,7	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	294,2				294,2	0,8
Contributi sociali	448,9	1,3	16,9	48,5	382,2	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	469,1	469,1				2,8
Altri trasferimenti correnti	177,4	97,0	11,7	46,4	22,2	40,2
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,3			45,3		1,1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,4	34,2	9,2	0,7	0,3	1,4
Altro	87,7	62,9	2,5	0,4	21,9	37,7
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.959,2	1.443,6	26,8	29,0	459,8	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,8	14,8				0,0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	94,0	137,1	26,6	14,4	-84,1	-7,0
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	351,2	96,8	196,9	11,4	46,1	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	64,2	14,0	32,3	2,9	15,1	2,0
Imposte in conto capitale	10,9				10,9	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	53,3	14,0	32,3	2,9	4,1	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
4° trim. 2009								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.858,5	15.622,3	32.292,6	12.592,4	6.270,2	3.434,4	15.134,1
Oro monetario e DSP				285,9				
Banconote, monete e depositi		6.305,3	1.732,0	9.325,4	1.988,5	845,7	707,7	3.700,9
Titoli di debito a breve termine		34,3	134,5	632,4	318,3	360,4	24,6	874,5
Titoli di debito a lungo termine		1.445,0	176,8	6.408,4	2.006,3	2.045,7	372,8	3.137,6
Prestiti		75,4	2.917,0	12.705,3	3.034,2	419,3	469,8	1.740,6
<i>di cui a lungo termine</i>		58,0	1.614,3	9.776,9	2.526,4	312,1	360,1	
Azioni e altre partecipazioni		4.144,0	7.146,8	2.050,7	4.996,7	2.147,3	1.265,6	5.137,5
Azioni quotate		720,2	1.212,4	522,9	1.716,2	409,7	295,2	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.047,0	5.550,1	1.179,4	2.631,3	437,7	824,2	
Quote di fondi di investimento		1.376,7	384,3	348,4	649,2	1.299,8	146,2	
Riserve tecniche di assicurazione		5.383,6	145,0	1,9	0,0	191,3	3,2	140,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		471,0	3.370,3	882,5	248,4	260,6	590,6	402,5
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		161,6	154,0	28,5	196,7	78,9	-46,2	91,1
Oro monetario e DSP				1,0				-1,0
Banconote, monete e depositi		111,9	54,4	62,4	-29,1	-1,5	-51,2	-97,1
Titoli di debito a breve termine		-21,9	3,7	-20,4	-10,6	21,5	7,2	-20,7
Titoli di debito a lungo termine		-17,0	17,3	-55,5	85,6	10,5	-19,4	68,9
Prestiti		-0,3	24,8	-8,3	1,6	0,0	-15,0	24,0
<i>di cui a lungo termine</i>		-0,5	9,1	65,8	4,1	3,5	3,1	
Azioni e altre partecipazioni		0,0	-27,3	-18,3	138,9	48,6	3,2	110,9
Azioni quotate		-6,9	-18,3	13,6	69,0	-1,3	3,8	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,7	8,3	-3,9	56,2	1,1	-4,0	
Quote di fondi di investimento		0,3	-17,2	-28,1	13,7	48,9	3,4	
Riserve tecniche di assicurazione		73,5	-0,4	0,1	0,0	0,8	0,0	6,6
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		15,5	81,4	67,6	10,3	-1,1	28,8	-0,6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		53,5	233,9	42,1	39,0	71,6	27,1	115,6
Oro monetario e DSP				30,0				
Banconote, monete e depositi		0,6	-2,0	35,9	12,3	2,6	-0,9	30,0
Titoli di debito a breve termine		-0,9	-0,3	3,0	-6,7	6,2	0,0	-12,9
Titoli di debito a lungo termine		2,1	12,9	-16,6	15,3	29,2	-2,4	-0,5
Prestiti		0,0	-0,5	-0,7	-12,3	-0,8	-1,5	4,6
<i>di cui a lungo termine</i>		0,0	-5,3	-13,9	-13,5	-0,8	4,7	
Azioni e altre partecipazioni		30,3	261,8	-6,7	21,8	34,7	12,7	74,6
Azioni quotate		18,1	115,9	-23,1	20,3	8,3	-11,1	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,4	142,5	3,8	-13,5	-0,2	26,2	
Quote di fondi di investimento		11,9	3,4	12,6	14,9	26,6	-2,4	
Riserve tecniche di assicurazione		21,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	5,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-0,2	-38,1	-2,8	8,6	-0,3	19,3	14,6
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.073,6	16.010,2	32.363,2	12.828,2	6.420,6	3.415,3	15.341,7
Oro monetario e DSP				316,9				
Banconote, monete e depositi		6.417,9	1.784,4	9.423,6	1.971,8	846,7	655,7	3.633,8
Titoli di debito a breve termine		11,5	137,9	615,0	301,0	388,2	31,8	841,0
Titoli di debito a lungo termine		1.430,1	207,0	6.336,3	2.107,2	2.085,4	351,0	3.206,0
Prestiti		75,0	2.941,3	12.696,4	3.023,5	418,5	453,4	1.769,2
<i>di cui a lungo termine</i>		57,4	1.618,2	9.828,7	2.517,0	314,9	367,9	
Azioni e altre partecipazioni		4.174,3	7.381,3	2.025,7	5.157,3	2.230,6	1.281,5	5.323,0
Azioni quotate		731,3	1.310,0	513,5	1.805,5	416,7	287,8	
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.054,1	5.700,8	1.179,4	2.674,0	438,7	846,5	
Quote di fondi di investimento		1.388,9	370,5	332,9	677,8	1.375,3	147,1	
Riserve tecniche di assicurazione		5.478,6	144,7	2,0	0,0	192,1	3,2	152,2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		486,3	3.413,5	947,4	267,3	259,2	638,8	416,6
<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
4° trim. 2009								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.431,3	24.377,8	31.527,4	12.565,9	6.419,4	8.158,4	13.438,4
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29,5	21.916,5	27,2	0,0	223,4	2.409,0
Titoli di debito a breve termine			326,2	680,2	63,5	9,2	1.051,0	248,8
Titoli di debito a lungo termine			490,7	4.599,3	2.564,9	39,4	5.129,0	2.769,3
Prestiti		5.762,9	8.308,5		2.780,9	256,6	1.345,8	2.907,0
<i>di cui a lungo termine</i>		5.403,6	5.892,6		1.796,3	99,5	1.132,5	.
Azioni e altre partecipazioni			11.849,0	3.008,5	6.905,8	489,2	5,4	4.624,0
Azioni quotate			3.299,0	595,0	189,7	176,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,6	8.549,9	1.160,7	2.157,7	312,3	5,4	.
Quote di fondi di investimento				1.252,7	4.558,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,9	332,2	67,3	0,8	5.430,7	0,4	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		627,9	3.041,6	1.255,6	222,7	194,4	403,5	480,3
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.409,7	11.427,3	-8.755,5	765,2	26,6	-149,3	-4.724,0	.
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		62,2	109,9	48,7	180,9	60,2	101,0	101,6
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			-0,1	35,6	-3,4	0,0	10,7	7,1
Titoli di debito a breve termine			-12,6	5,2	9,8	-0,7	-44,0	1,2
Titoli di debito a lungo termine			22,0	-39,8	30,1	0,7	71,0	6,4
Prestiti		45,4	19,4		-10,8	-18,5	4,2	-12,9
<i>di cui a lungo termine</i>		45,6	38,6		-2,3	-2,4	32,8	.
Azioni e altre partecipazioni			30,5	-30,3	143,7	3,0	1,6	107,6
Azioni quotate			9,5	14,5	8,7	2,7	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,0	21,0	15,7	38,3	0,2	1,6	.
Quote di fondi di investimento				-60,5	96,7			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,1	0,1	1,8	0,0	78,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		16,7	50,7	76,2	11,5	-3,0	57,5	-7,8
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	10,5	99,3	44,1	-20,2	15,8	18,7	-147,2	-10,5
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		1,4	261,3	19,9	101,4	27,7	-40,4	181,4
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0,0	58,1	0,0	0,0	0,0	20,2
Titoli di debito a breve termine			-9,5	2,4	-1,4	1,1	1,1	-5,1
Titoli di debito a lungo termine			4,3	14,8	14,7	0,5	-33,3	39,0
Prestiti		-3,5	-15,1		14,6	-1,7	-0,2	-5,3
<i>di cui a lungo termine</i>		-2,2	-3,1		5,0	-1,2	-0,1	.
Azioni e altre partecipazioni			283,6	-42,7	88,7	-3,9	-0,6	104,0
Azioni quotate			121,1	-36,2	-6,3	-6,9	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0,1	162,5	-15,6	-8,3	3,0	-0,6	.
Quote di fondi di investimento				9,1	103,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,2	0,0	0,0	0,0	26,7	0,0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		4,6	-1,9	-12,6	-15,1	5,2	-7,5	28,5
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	95,8	52,1	-27,4	22,2	-62,4	43,8	67,6	-65,8
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.494,9	24.749,0	31.596,0	12.848,2	6.507,3	8.219,0	13.721,4
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29,4	22.010,3	23,8	0,0	234,0	2.436,3
Titoli di debito a breve termine			304,1	687,7	71,9	9,6	1.008,1	244,9
Titoli di debito a lungo termine			517,0	4.574,3	2.609,8	40,6	5.166,7	2.814,7
Prestiti		5.804,8	8.312,8		2.784,7	236,3	1.349,9	2.888,8
<i>di cui a lungo termine</i>		5.447,0	5.928,1		1.799,0	95,8	1.165,2	.
Azioni e altre partecipazioni			12.163,0	2.935,4	7.138,2	488,3	6,4	4.835,7
Azioni quotate			3.429,7	573,4	192,1	171,9	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		6,7	8.733,4	1.160,8	2.187,7	315,5	6,4	.
Quote di fondi di investimento				1.201,3	4.758,3			.
Riserve tecniche di assicurazione		34,1	332,3	69,1	0,8	5.536,0	0,4	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		649,3	3.090,4	1.319,2	219,1	196,6	453,5	501,0
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.303,4	11.578,7	-8.738,9	767,2	-20,0	-86,7	-4.803,7	.

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2005	2006	2007	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° 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	3.906,8	4.069,0	4.256,9	4.433,7	4.439,5	4.437,3	4.428,8	4.420,4
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	129,8	129,3	137,1	131,7	128,7	121,8	116,5	109,2
Consumo di capitale fisso	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
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	2.585,5	3.013,8	3.580,0	3.864,4	3.740,9	3.495,6	3.224,1	2.985,4
Interessi	1.344,6	1.643,3	2.058,0	2.306,8	2.211,9	2.051,3	1.836,2	1.640,7
Altri redditi da capitale	1.240,9	1.370,5	1.522,0	1.557,6	1.528,9	1.444,3	1.387,8	1.344,7
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	935,9	1.028,2	1.111,7	1.122,8	1.111,6	1.074,4	1.044,6	1.017,7
Contributi sociali	1.477,9	1.539,8	1.595,2	1.660,9	1.668,4	1.668,3	1.670,5	1.672,0
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.505,5	1.553,4	1.598,9	1.665,6	1.690,0	1.721,3	1.752,3	1.781,5
Altri trasferimenti correnti	712,0	723,3	752,8	792,0	786,8	779,0	770,3	767,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	179,6	179,9	184,3	189,8	187,0	183,5	179,0	175,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Altro	351,9	363,2	384,4	411,3	411,8	411,2	411,7	417,3
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.355,4	6.631,8	6.893,4	7.161,8	7.169,8	7.164,5	7.158,9	7.174,5
Spese per consumi individuali	5.690,5	5.946,6	6.181,8	6.410,6	6.407,8	6.394,9	6.382,4	6.392,8
Spese per consumi collettivi	664,9	685,3	711,6	751,2	762,0	769,6	776,5	781,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	60,8	62,9	60,1	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.716,7	1.875,4	2.019,9	2.058,1	1.991,4	1.891,8	1.808,9	1.738,0
Investimenti fissi lordi	1.709,9	1.853,4	1.992,6	2.022,5	1.970,7	1.899,7	1.839,0	1.795,7
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	6,8	22,1	27,4	35,6	20,7	-7,9	-30,0	-57,6
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-0,4	-0,4	-1,1	0,7	1,1	0,7	0,4	0,2
Trasferimenti in conto capitale	183,7	169,9	151,5	160,8	159,1	170,1	172,2	179,0
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Altri trasferimenti in conto capitale	159,3	147,4	127,2	137,0	135,5	141,6	143,3	145,2
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	13,5	-12,0	29,3	-145,7	-164,5	-145,9	-117,1	-73,1

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	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.294,3	7.632,1	8.040,8	8.289,6	8.237,8	8.155,0	8.101,1	8.078,5
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	845,3	914,0	959,5	946,5	930,2	913,7	902,7	895,1
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.139,6	8.546,1	9.000,4	9.236,1	9.168,0	9.068,7	9.003,8	8.973,6
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.067,3	2.183,2	2.328,7	2.342,6	2.277,8	2.197,2	2.152,2	2.141,6
Redditi da lavoro dipendente	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	988,2	1.054,7	1.103,6	1.084,3	1.064,6	1.042,3	1.027,6	1.019,7
Redditi da capitale	2.583,8	3.021,0	3.585,9	3.783,4	3.654,0	3.420,9	3.154,7	2.929,7
Interessi	1.319,0	1.613,7	2.016,4	2.245,4	2.146,8	1.984,9	1.767,3	1.574,4
Altri redditi da capitale	1.264,8	1.407,3	1.569,5	1.538,0	1.507,2	1.436,0	1.387,5	1.355,2
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.967,8	7.321,7	7.703,1	7.787,9	7.703,1	7.610,2	7.547,1	7.532,9
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	939,5	1.032,9	1.119,1	1.131,0	1.119,6	1.080,7	1.050,1	1.023,4
Contributi sociali	1.477,2	1.539,0	1.594,4	1.660,3	1.667,5	1.667,2	1.669,5	1.671,2
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.497,9	1.545,4	1.590,0	1.657,5	1.681,9	1.713,4	1.744,6	1.773,7
Altri trasferimenti correnti	630,5	635,3	660,5	687,2	682,1	675,1	664,8	660,5
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180,5	180,2	184,1	190,9	188,0	184,2	179,6	175,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	178,3	177,1	181,5	187,3	184,3	180,8	176,1	172,1
Altro	271,6	277,9	294,9	309,1	309,8	310,1	309,1	313,0
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.881,4	7.229,5	7.608,5	7.682,5	7.597,5	7.503,6	7.438,5	7.422,9
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	60,3	64,9	64,7	63,0	60,9	59,5
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	526,4	597,9	715,2	520,7	427,7	339,1	279,6	248,5
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.190,3	1.250,6	1.318,1	1.381,5	1.391,8	1.398,7	1.403,5	1.407,4
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	196,8	184,4	166,2	171,7	167,5	178,9	181,3	188,4
Imposte in conto capitale	24,4	22,5	24,3	23,8	23,6	28,6	29,0	33,9
Altri trasferimenti in conto capitale	172,3	161,9	142,0	147,9	144,0	150,4	152,3	154,5
<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	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.914,1	4.076,5	4.264,9	4.442,1	4.447,7	4.445,4	4.436,6	4.427,4
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.338,9	1.415,3	1.499,4	1.550,8	1.543,7	1.531,4	1.520,4	1.515,9
Interessi attivi (+)	225,4	261,6	304,9	336,6	321,9	296,2	263,5	235,4
Interessi passivi (-)	130,5	163,4	209,1	233,7	217,4	192,6	164,0	139,8
Altri redditi da capitali attivi (+)	702,7	747,7	790,2	795,4	787,3	762,1	745,1	736,3
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,5	9,8	10,0	10,1	10,2	10,3	10,3	10,2
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	741,7	794,3	851,7	892,3	890,3	877,8	871,8	860,8
Contributi sociali netti (-)	1.474,0	1.535,7	1.591,0	1.656,5	1.664,0	1.663,7	1.665,9	1.667,2
Prestazioni sociali nette (+)	1.492,6	1.539,9	1.584,3	1.651,7	1.676,0	1.707,5	1.738,7	1.767,8
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	66,4	66,7	69,4	72,1	73,6	76,7	79,8	82,1
= Reddito lordo disponibile	5.384,4	5.604,3	5.851,5	6.056,1	6.068,3	6.074,9	6.072,1	6.086,9
Spese per consumi finali (-)	4.690,6	4.897,9	5.088,5	5.267,0	5.249,0	5.225,1	5.198,6	5.197,8
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	60,6	62,7	59,8	64,6	64,3	62,7	60,6	59,2
= Risparmio lordo	754,4	769,2	822,8	853,7	883,6	912,4	934,0	948,3
Consumo di capitale fisso (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	24,0	18,7	12,0	13,5	13,1	14,3	15,7	10,9
Altre variazioni nella ricchezza netta ¹⁾ (+)	565,8	523,4	62,3	-1.689,2	-1.330,9	-722,3	56,9	524,0
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	552,6	605,3	644,7	642,3	623,0	598,2	575,1	557,2
Consumo di capitale fisso (-)	326,0	345,2	366,0	384,1	386,5	388,2	389,4	389,8
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	205,4	308,1	423,2	427,4	381,2	290,4	194,7	33,6
Banconote, monete e depositi	246,8	284,1	349,8	439,0	398,4	335,6	256,3	121,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-21,4	1,4	38,3	-13,1	1,8	-17,1	-22,0	-43,1
Titoli di debito ²⁾	-20,0	22,6	35,1	1,5	-19,0	-28,0	-39,5	-45,1
Attività a lungo	412,8	336,8	153,0	39,4	72,8	171,7	302,9	449,7
Depositi	-7,6	1,9	-31,1	-27,4	-13,7	15,7	55,1	88,1
Titoli di debito	-2,6	56,1	45,4	56,2	43,2	25,6	27,4	14,8
Azioni e altre partecipazioni	130,2	-19,4	-83,4	-115,9	-90,2	-33,5	28,1	96,1
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	63,2	-4,5	-4,5	12,1	25,2	39,0	47,5	42,7
Quote di fondi comuni di investimento	67,0	-14,9	-78,8	-128,0	-115,4	-72,5	-19,4	53,4
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	292,7	298,2	222,2	126,6	133,5	163,8	192,3	250,7
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	398,9	395,2	356,9	206,1	154,8	126,0	98,5	98,3
di cui da IFM dell'area dell'euro	358,5	349,0	283,7	82,8	20,1	10,3	-15,8	63,1
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	473,3	468,3	55,6	-1.407,7	-1.069,6	-628,3	-61,1	335,5
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	109,5	46,7	25,1	-252,6	-201,2	-99,6	55,5	152,9
Flussi netti restanti (+)	-10,5	-58,6	-47,7	-64,7	-85,7	-2,0	38,0	52,6
= Variazioni nella ricchezza netta¹⁾	1.018,1	966,1	531,1	-1.206,1	-820,7	-183,8	617,2	1.093,4
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.478,6	4.744,5	5.199,8	5.698,3	5.772,1	5.787,1	5.745,9	5.731,7
Banconote, monete e depositi	4.173,7	4.453,9	4.842,8	5.314,4	5.375,7	5.431,0	5.397,6	5.468,3
Partecipazioni in fondi comuni monetari	291,2	252,7	289,4	317,2	342,3	310,9	307,6	243,6
Titoli di debito ²⁾	13,6	37,9	67,6	66,7	54,0	45,2	40,7	19,8
Attività a lungo	11.075,6	11.988,0	12.168,2	10.452,6	10.184,5	10.638,6	11.225,5	11.439,1
Depositi	998,8	1.009,8	943,4	883,7	859,4	878,4	907,7	949,5
Titoli di debito	1.238,8	1.306,6	1.332,1	1.366,7	1.337,7	1.372,7	1.438,6	1.421,7
Azioni e altre partecipazioni	4.570,6	5.059,3	5.033,1	3.468,6	3.243,7	3.507,9	3.836,4	3.930,7
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.234,3	3.641,6	3.674,1	2.488,1	2.309,3	2.497,0	2.767,2	2.785,4
Quote di fondi di investimento	1.336,2	1.417,7	1.359,1	980,5	934,4	1.010,9	1.069,2	1.145,3
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.267,4	4.612,3	4.859,6	4.733,6	4.743,8	4.879,6	5.042,8	5.137,1
Restanti attività finanziarie (+)	270,8	241,9	211,7	228,5	211,1	238,3	218,7	212,6
Passività (-)								
Prestiti	4.766,1	5.165,6	5.510,9	5.708,0	5.701,9	5.739,4	5.762,9	5.804,8
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.201,0	4.553,1	4.825,5	4.901,1	4.878,7	4.899,0	4.916,2	4.956,0
= Ricchezza finanziaria netta	11.058,9	11.808,8	12.068,8	10.671,4	10.465,8	10.924,5	11.427,3	11.578,7

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	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.163,1	4.369,3	4.620,3	4.750,3	4.693,1	4.612,1	4.556,3	4.528,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.471,3	2.583,9	2.713,6	2.831,9	2.828,1	2.818,6	2.802,5	2.787,2
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	72,8	75,4	80,3	76,1	74,0	68,9	64,2	59,1
= Margine operativo lordo (+)	1.619,0	1.710,0	1.826,4	1.842,2	1.791,0	1.724,6	1.689,6	1.682,1
Consumo di capitale fisso (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
= Margine operativo netto (+)	948,4	1.008,1	1.087,8	1.068,1	1.010,8	941,0	903,4	893,5
Redditi da capitale attivi (+)	433,8	506,0	574,0	594,1	570,8	536,6	507,7	478,6
Interessi attivi	141,3	169,7	198,9	223,8	211,8	194,9	174,3	157,0
Altri redditi da capitale	292,5	336,3	375,1	370,3	358,9	341,6	333,4	321,7
Interest and rents payable (-)	236,1	284,0	345,7	400,1	381,4	350,5	310,7	274,2
= Reddito lordo di impresa (+)	1.146,1	1.230,1	1.316,1	1.262,1	1.200,2	1.127,0	1.100,5	1.097,9
Utili distribuiti (-)	857,5	926,2	987,4	1.030,3	1.018,2	976,1	941,3	917,2
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	149,1	189,8	211,9	193,5	186,5	165,8	144,8	131,6
Contributi sociali da riscuotere (+)	72,8	74,9	63,7	66,0	65,6	65,6	65,5	65,6
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,7	60,6	62,0	63,5	63,7	64,0	64,3	64,4
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	61,4	65,8	56,6	58,9	58,3	58,5	59,5	60,4
= Risparmio netto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	253,0	311,7	363,9	354,3	298,2	212,9	149,8	95,4
Investimenti fissi lordi (+)	915,9	989,9	1.077,1	1.095,1	1.059,7	1.006,9	967,6	942,2
Consumo di capitale fisso (-)	670,5	701,9	738,6	774,2	780,2	783,6	786,2	788,6
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	7,7	23,8	25,4	33,4	18,7	-10,3	-31,6	-58,2
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	128,5	159,8	168,4	61,7	3,7	35,0	81,0	114,5
Bancote, monete e depositi	113,8	146,1	154,4	13,7	-6,4	10,2	37,7	90,0
Partecipazioni in fondi comuni monetari	7,4	2,3	-19,2	28,7	29,1	36,4	41,9	42,6
Titoli di debito	7,4	11,5	33,2	19,3	-19,0	-11,5	1,3	-18,1
Attività a lungo	390,4	517,6	736,0	663,1	685,5	561,3	413,4	207,2
Depositi	31,8	24,0	-25,6	22,6	36,5	39,7	11,9	-2,1
Titoli di debito	-34,4	14,0	-32,4	-71,5	-3,0	17,2	-6,4	-6,2
Azioni e altre partecipazioni	234,2	285,4	446,9	365,7	376,1	340,8	283,7	137,5
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	158,8	194,3	347,2	346,2	275,9	163,6	124,2	78,1
Restanti attività nette (+)	87,8	117,4	110,1	53,2	-102,6	-75,8	-76,6	-54,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	432,7	732,4	843,0	760,7	575,7	405,7	230,4	82,5
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	276,7	449,0	544,2	392,6	252,0	98,2	-35,0	-151,4
di cui: titoli di debito	14,0	40,0	33,5	62,6	67,5	79,2	92,2	76,9
Azioni e altre partecipazioni	275,9	238,8	404,7	311,1	287,6	317,3	297,5	206,2
Azioni quotate	101,7	38,1	70,4	2,5	13,2	47,1	57,9	58,6
Azioni non quotate e altre partecipazioni	174,2	200,7	334,2	308,5	274,4	270,2	239,5	147,6
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	60,6	72,3	69,8	76,3	78,8	77,4	78,3	81,0
= Risparmio netto	90,1	62,5	62,0	-18,2	-60,9	-71,8	-43,9	-10,1
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.509,3	1.675,1	1.827,7	1.889,0	1.876,5	1.908,3	1.957,9	1.999,2
Bancote, monete e depositi	1.229,6	1.367,3	1.507,7	1.537,6	1.510,0	1.551,2	1.579,5	1.634,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	173,4	181,4	157,4	182,2	208,1	213,6	220,4	206,5
Titoli di debito ¹⁾	106,3	126,4	162,6	169,2	158,4	143,6	158,0	158,6
Attività a lungo	8.809,7	10.197,0	11.102,2	9.365,6	9.098,1	9.494,4	10.149,1	10.452,8
Depositi	107,9	151,8	156,0	173,6	173,9	162,4	152,6	150,3
Titoli di debito	282,4	296,9	262,7	177,5	181,9	157,7	153,2	186,3
Azioni e altre partecipazioni	6.432,5	7.564,1	8.178,4	6.160,1	5.838,3	6.280,5	6.926,4	7.174,9
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.986,9	2.184,1	2.505,2	2.854,4	2.904,0	2.893,9	2.917,0	2.941,3
Restanti attività nette	335,8	352,9	385,2	461,1	448,8	479,6	503,2	497,2
Passività								
Debito	7.195,5	7.892,8	8.633,5	9.381,1	9.414,3	9.450,5	9.457,7	9.466,3
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.524,3	3.981,9	4.507,1	4.895,6	4.859,3	4.825,9	4.759,4	4.708,9
di cui: titoli di debito	667,1	686,4	684,1	739,6	736,6	771,2	816,9	821,1
Azioni e altre partecipazioni	11.206,7	13.218,6	14.408,5	10.616,8	9.955,0	10.688,9	11.849,0	12.163,0
Azioni quotate	3.721,5	4.533,5	5.023,9	2.850,0	2.483,7	2.827,6	3.299,0	3.429,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	7.485,1	8.685,0	9.384,6	7.766,9	7.471,3	7.861,3	8.549,9	8.733,4

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	1° trim. 2008- 4° trim. 2008	2° trim. 2008- 1° trim. 2009	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22,9	64,4	69,2	116,5	69,7	54,6	41,8	22,6
Banconote, monete e depositi	7,2	11,0	6,5	57,0	18,4	11,8	-0,7	-33,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-0,9	3,4	2,8	20,7	18,6	12,1	7,0	9,0
Titoli di debito ¹⁾	16,6	49,9	59,9	38,8	32,7	30,6	35,5	46,7
Attività a lungo	290,8	293,7	169,9	67,8	49,7	81,6	112,1	178,4
Depositi	16,7	68,4	48,8	-4,7	8,0	9,1	17,2	15,2
Titoli di debito	132,9	111,5	48,8	33,5	52,8	7,6	12,8	49,1
Prestiti	-0,5	-1,3	-15,6	21,8	-2,1	10,3	7,9	5,3
Azioni quotate	31,3	-2,5	-0,4	-15,2	-20,2	-22,7	-96,9	-84,0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19,0	29,5	22,0	23,3	16,1	11,1	2,4	-5,8
Quote di fondi comuni di investimento	91,5	88,2	66,4	9,2	-4,9	66,3	168,8	198,6
Restanti attività finanziarie (+)	-0,7	9,6	-11,5	19,6	8,3	31,2	30,4	32,6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	-0,4	5,7	3,0	11,7	13,8	9,9	10,0	0,8
Prestiti	12,8	44,9	-5,3	24,3	-2,3	12,3	5,9	-28,3
Azioni e altre partecipazioni	10,5	9,2	1,7	0,1	1,5	2,3	4,4	4,3
Riserve tecniche di assicurazione	340,4	307,5	242,3	133,1	117,8	147,8	174,0	258,9
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	296,4	301,0	239,1	129,5	122,5	151,7	178,4	250,1
Riserve premi e riserve sinistri	44,0	6,5	3,2	3,6	-4,6	-3,9	-4,4	8,8
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-50,3	0,5	-14,2	34,6	-3,1	-4,9	-10,0	-2,2
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	197,7	178,8	17,6	-564,7	-433,5	-280,2	-57,6	176,3
Altre attività nette	60,9	-39,8	-39,7	35,8	30,0	51,5	95,4	91,2
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	123,0	41,4	-33,3	-179,1	-187,8	-123,2	-53,4	14,2
Riserve tecniche di assicurazione	144,7	55,1	27,6	-248,8	-203,9	-97,6	65,9	163,2
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	153,8	51,3	27,7	-249,3	-197,9	-93,9	65,5	166,3
Riserve premi e riserve sinistri	-9,1	3,8	-0,1	0,5	-6,0	-3,7	0,3	-3,1
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-9,2	42,5	-16,5	-101,0	-11,9	-7,9	25,4	90,1
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	430,4	503,0	566,2	688,4	709,9	709,1	695,7	720,2
Banconote, monete e depositi	146,6	157,1	163,6	224,5	213,2	196,1	190,3	195,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	74,3	80,1	80,7	98,8	112,3	104,2	103,2	99,1
Titoli di debito ¹⁾	209,5	265,8	321,9	365,2	384,4	408,8	402,2	425,9
Attività a lungo	4.715,6	5.125,4	5.273,9	4.796,8	4.749,6	4.909,8	5.122,6	5.249,1
Depositi	519,8	589,8	638,8	636,1	649,4	651,6	655,4	651,5
Titoli di debito	1.801,1	1.853,9	1.859,5	1.909,3	1.948,1	1.928,2	2.003,9	2.047,6
Prestiti	411,4	406,9	393,1	413,8	414,6	419,5	419,3	418,5
Azioni quotate	634,5	718,1	713,2	417,1	374,9	436,9	409,7	416,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	414,4	487,8	527,2	445,4	417,2	416,1	437,7	438,7
Quote di fondi comuni di investimento	934,4	1.068,9	1.142,2	975,1	945,5	1.057,4	1.196,6	1.276,1
Restanti attività finanziarie (+)	182,6	212,6	193,1	235,5	236,6	250,7	257,5	254,8
Passività (-)								
Titoli di debito	21,3	35,9	29,3	46,0	44,9	44,8	48,7	50,2
Prestiti	201,1	242,8	233,9	265,7	268,4	268,2	256,6	236,3
Azioni e altre partecipazioni	629,8	680,3	648,7	469,8	410,3	436,3	489,2	488,3
Riserve tecniche di assicurazione	4.597,0	4.959,6	5.229,5	5.113,8	5.116,7	5.260,4	5.430,7	5.536,0
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.910,9	4.263,2	4.530,0	4.410,2	4.417,1	4.557,4	4.724,2	4.826,6
Riserve premi e riserve sinistri	686,1	696,3	699,5	703,6	699,6	703,0	706,5	709,4
= Ricchezza finanziaria netta	-120,6	-77,6	-108,3	-174,6	-144,3	-140,1	-149,3	-86,7

Fonte: BCE.

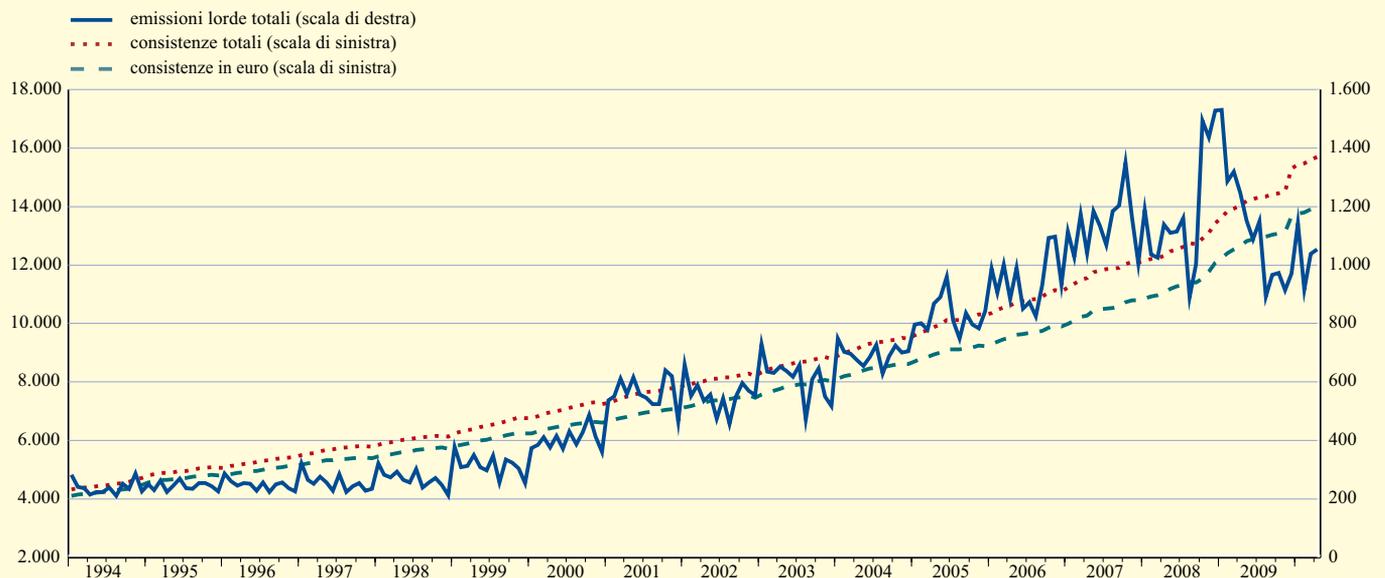
1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

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			Dati destagionalizzati ²⁾		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2009 apr.	14.840,8	1.233,9	79,6	12.640,1	1.167,6	102,8	14.048,0	1.248,1	107,1	11,9	89,9	14,2
mag.	15.050,0	1.160,1	208,7	12.815,5	1.070,8	174,8	14.191,2	1.151,3	176,9	11,9	116,5	12,7
giu.	15.141,4	1.090,0	90,4	12.877,1	1.007,8	60,4	14.262,6	1.088,0	74,7	11,7	92,9	10,5
lug.	15.173,1	1.124,2	32,3	12.933,0	1.069,5	56,5	14.330,3	1.148,7	69,0	11,6	104,2	10,4
ago.	15.224,2	883,1	50,0	12.965,2	827,3	31,2	14.351,6	893,4	24,1	10,8	63,7	8,9
set.	15.329,6	965,6	106,1	13.043,7	882,4	79,2	14.420,9	966,2	84,7	11,8	149,9	9,1
ott.	15.331,1	951,3	1,7	13.073,9	901,7	30,4	14.456,5	973,1	38,5	10,9	10,6	7,8
nov.	15.383,3	889,8	51,4	13.128,3	847,6	53,6	14.515,9	913,4	64,3	9,6	39,3	6,6
dic.	15.921,3	937,7	-47,6	13.668,2	884,2	-45,8	15.301,3	971,6	-49,5	8,1	22,4	5,3
2010 gen.	16.005,1	1.089,9	82,5	13.754,3	1.027,3	84,8	15.434,0	1.143,7	105,1	7,7	80,8	4,9
feb.	16.042,2	870,8	39,0	13.793,0	822,0	40,6	15.480,8	916,5	34,7	6,3	-17,6	3,7
mar.	16.197,7	1.031,0	154,0	13.906,5	927,1	111,9	15.608,0	1.039,1	120,4	6,0	111,2	3,1
apr.	.	.	.	13.962,1	943,7	54,0	15.695,7	1.052,9	74,9	5,7	60,3	3,7
A lungo termine												
2009 apr.	13.230,8	292,6	78,8	11.142,5	257,8	71,2	12.350,5	276,6	72,4	10,1	69,8	13,5
mag.	13.435,1	339,3	204,9	11.313,7	281,4	172,0	12.501,7	301,9	179,4	10,4	116,1	12,9
giu.	13.556,9	314,2	119,7	11.423,6	275,6	107,4	12.633,6	309,5	130,2	10,6	102,5	11,7
lug.	13.584,0	269,2	27,3	11.457,3	247,8	33,9	12.677,2	272,7	44,1	10,6	87,1	11,0
ago.	13.644,3	131,5	59,9	11.502,4	108,9	44,8	12.719,7	121,8	48,8	10,3	98,6	10,3
set.	13.716,4	223,7	71,7	11.576,8	197,1	74,0	12.782,0	222,6	75,3	11,3	124,4	10,0
ott.	13.782,6	245,1	64,2	11.639,0	216,7	60,1	12.845,3	236,1	66,7	11,6	61,5	9,8
nov.	13.866,1	200,9	81,5	11.718,4	180,1	77,3	12.922,1	195,3	81,7	10,7	46,9	8,6
dic.	14.387,1	170,5	-19,8	12.249,2	155,0	-10,0	13.676,6	167,0	-19,9	9,1	-23,2	6,2
2010 gen.	14.468,0	309,3	81,1	12.323,5	277,8	74,4	13.793,3	315,5	92,7	9,0	138,9	6,8
feb.	14.523,2	211,4	57,4	12.385,3	192,9	63,9	13.865,0	210,8	60,1	7,9	18,2	5,5
mar.	14.669,7	308,8	145,1	12.506,7	248,8	120,1	13.997,0	280,2	126,9	7,7	132,9	5,4
apr.	.	.	.	12.559,9	219,1	50,3	14.079,7	250,5	69,1	7,6	66,5	5,4

F15 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro (miliardi di euro)



Fonti: BCE e BRI (per le emissioni di non residenti nell'area dell'euro).

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

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

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

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

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2008	13.428	5.272	2.170	709	4.938	340	1.177	817	75	100	162	24
2009	15.301	5.379	3.225	814	5.510	373	1.124	738	58	85	221	22
2009 2° trim.	14.263	5.438	2.355	769	5.349	351	1.162	750	62	90	241	20
3° trim.	14.421	5.432	2.379	799	5.452	358	1.003	652	43	84	212	12
4° trim.	15.301	5.379	3.225	814	5.510	373	953	628	49	73	182	20
2010 1° trim.	15.608	5.471	3.239	854	5.656	389	1.033	653	57	73	230	20
2010 gen.	15.434	5.434	3.260	823	5.549	368	1.144	722	80	69	259	14
feb.	15.481	5.418	3.234	841	5.612	375	916	574	35	71	215	22
mar.	15.608	5.471	3.239	854	5.656	389	1.039	663	56	80	215	25
apr.	15.696	5.495	3.254	867	5.686	394	1.053	672	56	83	219	23
	A breve termine											
2008	1.595	822	66	116	566	25	961	722	27	92	101	19
2009	1.625	733	75	71	725	21	874	639	14	68	137	15
2009 2° trim.	1.629	785	44	86	699	16	866	631	14	69	139	13
3° trim.	1.639	751	35	83	752	19	797	569	10	71	139	8
4° trim.	1.625	733	75	71	725	21	753	550	14	60	116	13
2010 1° trim.	1.611	747	63	77	708	17	764	547	24	60	123	10
2010 gen.	1.641	737	75	74	741	13	828	598	20	61	144	6
feb.	1.616	734	65	77	723	16	706	499	25	54	115	12
mar.	1.611	747	63	77	708	17	759	545	26	66	111	12
apr.	1.616	754	66	78	699	19	802	571	25	68	121	16
	A lungo termine²⁾											
2008	11.834	4.450	2.104	593	4.371	316	216	95	48	8	61	4
2009	13.677	4.646	3.151	743	4.784	353	250	99	44	16	84	6
2009 2° trim.	12.634	4.653	2.311	684	4.650	335	296	119	48	21	102	7
3° trim.	12.782	4.681	2.344	717	4.701	339	206	83	33	14	72	4
4° trim.	13.677	4.646	3.151	743	4.784	353	199	79	35	13	66	6
2010 1° trim.	13.997	4.724	3.176	777	4.948	371	269	106	33	13	107	10
2010 gen.	13.793	4.696	3.185	749	4.808	355	316	124	60	8	115	8
feb.	13.865	4.684	3.170	764	4.890	358	211	75	10	17	100	10
mar.	13.997	4.724	3.176	777	4.948	371	280	118	30	14	104	13
apr.	14.080	4.741	3.188	789	4.987	375	251	101	31	15	97	7
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2008	7.720	2.306	754	455	3.955	250	120	49	9	6	53	3
2009	8.840	2.587	1.033	610	4.338	271	172	60	18	16	74	4
2009 2° trim.	8.356	2.472	865	548	4.211	260	210	72	23	20	90	5
3° trim.	8.491	2.507	892	582	4.251	259	139	49	14	13	61	3
4° trim.	8.840	2.587	1.033	610	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 1° trim.	9.101	2.657	1.048	637	4.482	277	185	61	10	12	95	7
2010 gen.	8.899	2.628	1.043	612	4.347	269	205	81	13	7	100	4
feb.	8.997	2.628	1.038	625	4.435	271	160	41	4	14	93	8
mar.	9.101	2.657	1.048	637	4.482	277	191	61	14	13	92	10
apr.	9.190	2.681	1.056	649	4.525	280	182	65	14	14	87	4
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2008	3.601	1.744	1.302	128	363	64	82	36	38	1	5	1
2009	4.399	1.772	2.050	122	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 2° trim.	3.738	1.762	1.402	125	374	74	65	31	24	1	7	2
3° trim.	3.734	1.747	1.411	125	372	79	49	21	18	1	7	1
4° trim.	4.399	1.772	2.050	122	374	81	58	26	25	1	5	2
2010 1° trim.	4.442	1.779	2.059	129	382	93	70	38	20	1	7	3
2010 gen.	4.446	1.779	2.073	126	382	85	92	34	44	0	8	5
feb.	4.418	1.766	2.062	129	374	86	40	30	3	3	3	2
mar.	4.442	1.779	2.059	129	382	93	77	50	14	1	8	4
apr.	4.441	1.770	2.061	129	387	94	54	29	15	1	7	3

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.

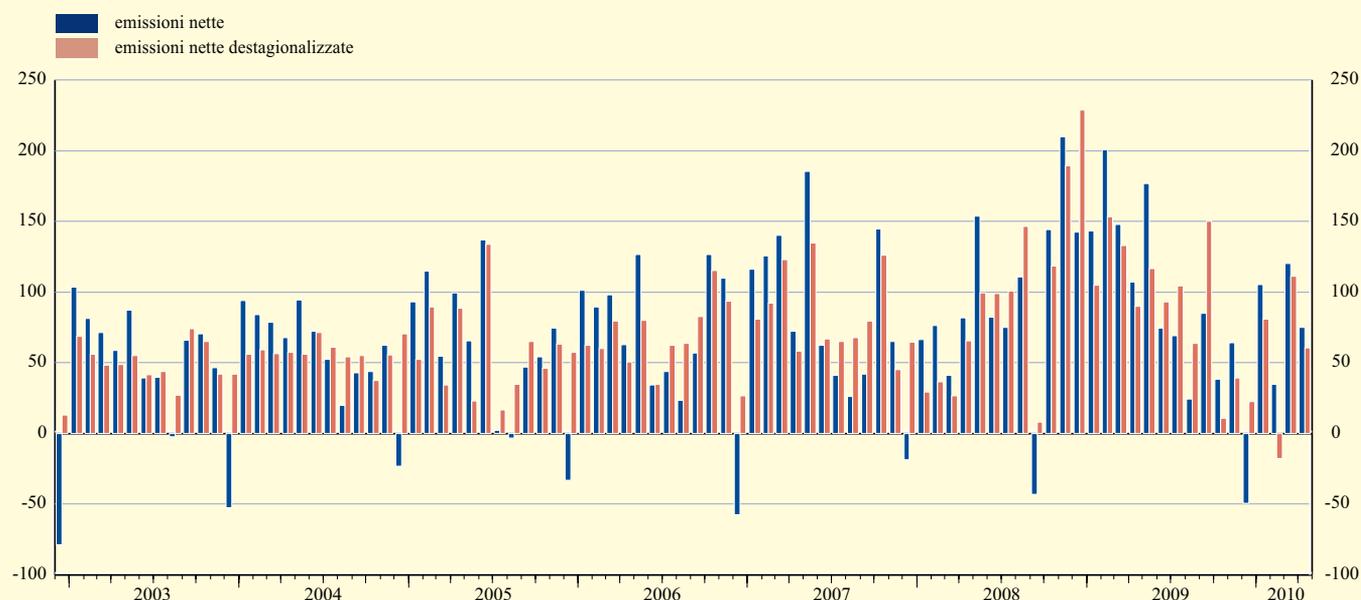
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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	95,0	22,9	34,9	4,3	31,8	1,1	95,7	23,1	34,1	4,4	33,1	1,0
2009	90,2	10,2	22,2	8,6	46,4	2,8	90,1	9,9	21,7	8,4	47,3	2,8
2009 2° trim.	119,6	22,0	28,1	12,8	53,8	2,8	99,8	21,4	27,9	8,7	39,0	2,8
3° trim.	59,3	0,3	10,2	11,1	35,4	2,3	105,9	9,8	31,6	13,9	47,1	3,5
4° trim.	17,8	-21,9	18,4	3,6	12,5	5,1	24,1	-12,2	-16,2	5,7	44,3	2,5
2010 1° trim.	86,7	25,5	0,0	11,7	46,4	3,1	58,1	7,7	17,6	11,4	17,0	4,5
2010 gen.	105,1	43,3	25,6	6,2	35,7	-5,6	80,8	19,3	69,5	2,2	-8,9	-1,4
feb.	34,7	-21,4	-28,1	17,0	60,7	6,6	-17,6	-47,1	-30,6	18,2	34,6	7,3
mar.	120,4	54,6	2,6	12,0	42,8	8,3	111,2	50,7	13,9	13,9	25,1	7,6
apr.	74,9	19,3	10,0	11,1	29,0	5,7	60,3	8,5	17,7	7,3	21,7	5,0
	A lungo termine											
2008	65,5	16,0	32,8	2,8	13,4	0,6	64,8	16,1	32,0	2,9	13,3	0,5
2009	89,6	15,4	24,3	12,3	34,5	3,1	89,2	15,5	23,7	12,4	34,6	3,1
2009 2° trim.	127,3	36,4	28,9	17,1	41,3	3,7	96,1	25,7	27,8	13,4	25,7	3,5
3° trim.	56,1	12,2	13,0	12,0	17,4	1,4	103,3	22,4	34,7	13,9	29,8	2,5
4° trim.	42,8	-12,6	16,3	7,4	27,3	4,4	28,4	-3,0	-18,1	7,9	38,1	3,5
2010 1° trim.	93,2	22,2	4,1	9,9	52,8	4,3	96,7	13,5	21,9	11,6	45,4	4,3
2010 gen.	92,7	41,2	25,3	3,2	20,9	2,1	138,9	43,7	66,3	4,5	22,7	1,7
feb.	60,1	-18,5	-17,7	13,7	79,5	3,2	18,2	-41,0	-17,9	14,9	57,9	4,3
mar.	126,9	43,9	4,6	12,7	58,0	7,5	132,9	37,9	17,2	15,4	55,5	6,8
apr.	69,1	11,0	7,3	9,9	37,6	3,4	66,5	1,4	15,8	8,0	38,9	2,5

FI6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

(miliardi di euro; transazioni nel mese; valori nominali)



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

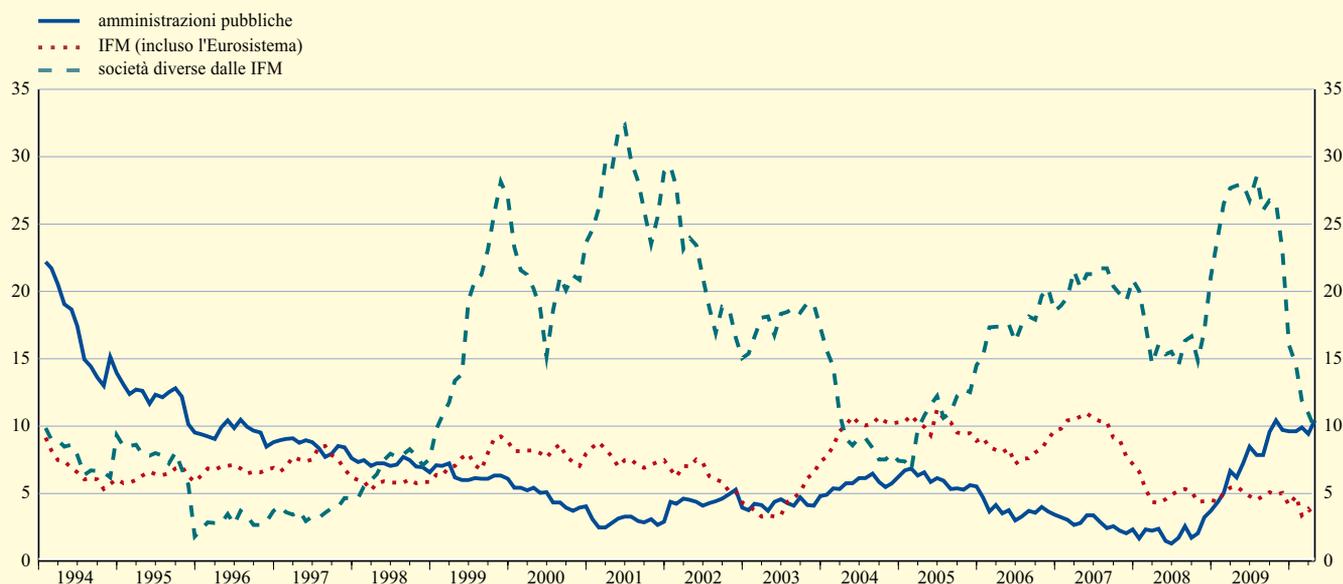
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2009 apr.	11,9	6,2	31,6	10,3	11,7	10,6	14,2	5,9	37,9	15,7	15,1	11,3
mag.	11,9	5,4	31,1	10,4	12,8	9,5	12,7	5,8	31,7	16,4	13,0	11,9
giu.	11,7	4,8	28,0	12,3	13,7	9,6	10,5	4,8	21,0	11,9	12,0	9,6
lug.	11,6	4,2	28,8	14,1	13,5	9,4	10,4	4,8	21,1	15,8	11,0	10,3
ago.	10,8	3,5	25,1	13,8	13,4	9,0	8,9	3,2	16,8	14,4	10,7	10,8
set.	11,8	4,1	25,4	16,2	14,9	10,6	9,1	3,5	16,4	19,2	10,2	11,3
ott.	10,9	3,0	24,8	17,1	13,6	10,4	7,8	0,2	13,0	18,6	12,1	9,4
nov.	9,6	2,5	20,0	17,0	12,1	10,6	6,6	-0,6	9,5	17,7	11,3	9,3
dic.	8,1	2,3	12,0	14,6	11,3	9,7	5,3	-0,3	3,5	16,0	10,7	10,4
2010 gen.	7,7	2,3	12,1	13,8	10,2	9,1	4,9	0,0	3,7	11,7	9,4	7,8
feb.	6,3	0,6	8,6	15,1	9,8	10,8	3,7	-1,8	0,9	15,7	8,8	11,0
mar.	6,0	1,4	7,2	16,1	8,6	11,6	3,1	-0,5	-1,2	13,1	6,9	11,9
apr.	5,7	1,3	6,2	15,7	8,5	10,9	3,7	2,5	-0,2	13,1	5,0	12,4
A lungo termine												
2009 apr.	10,1	5,5	32,8	14,8	6,0	8,7	13,5	5,0	42,6	26,2	10,0	11,8
mag.	10,4	5,1	32,4	16,3	7,2	8,5	12,9	5,7	35,5	30,5	9,1	14,2
giu.	10,6	4,8	29,6	19,4	8,5	8,4	11,7	5,7	23,9	29,8	9,8	12,6
lug.	10,6	4,5	31,1	22,0	7,8	8,0	11,0	6,2	22,0	28,1	8,6	12,0
ago.	10,3	4,8	27,8	21,6	7,8	8,0	10,3	6,8	17,9	24,0	8,3	13,2
set.	11,3	5,1	28,1	24,0	9,6	9,3	10,0	6,4	17,7	27,3	7,5	11,4
ott.	11,6	4,9	27,2	26,0	10,4	10,4	9,8	4,8	13,5	25,9	11,0	9,0
nov.	10,7	5,0	21,9	27,2	9,6	10,8	8,6	4,4	9,8	24,2	10,1	7,6
dic.	9,1	4,1	13,5	24,9	9,5	11,8	6,2	2,5	3,9	20,3	9,0	10,9
2010 gen.	9,0	4,8	12,4	21,9	9,5	11,4	6,8	3,5	3,4	15,9	10,5	10,7
feb.	7,9	3,4	9,2	21,8	9,7	12,3	5,5	0,0	1,0	19,6	11,2	11,5
mar.	7,7	3,8	8,0	22,0	9,2	12,7	5,4	1,3	-0,9	16,9	10,9	14,0
apr.	7,6	3,3	6,9	20,7	10,4	10,9	5,4	1,8	0,7	15,7	9,8	12,6

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)



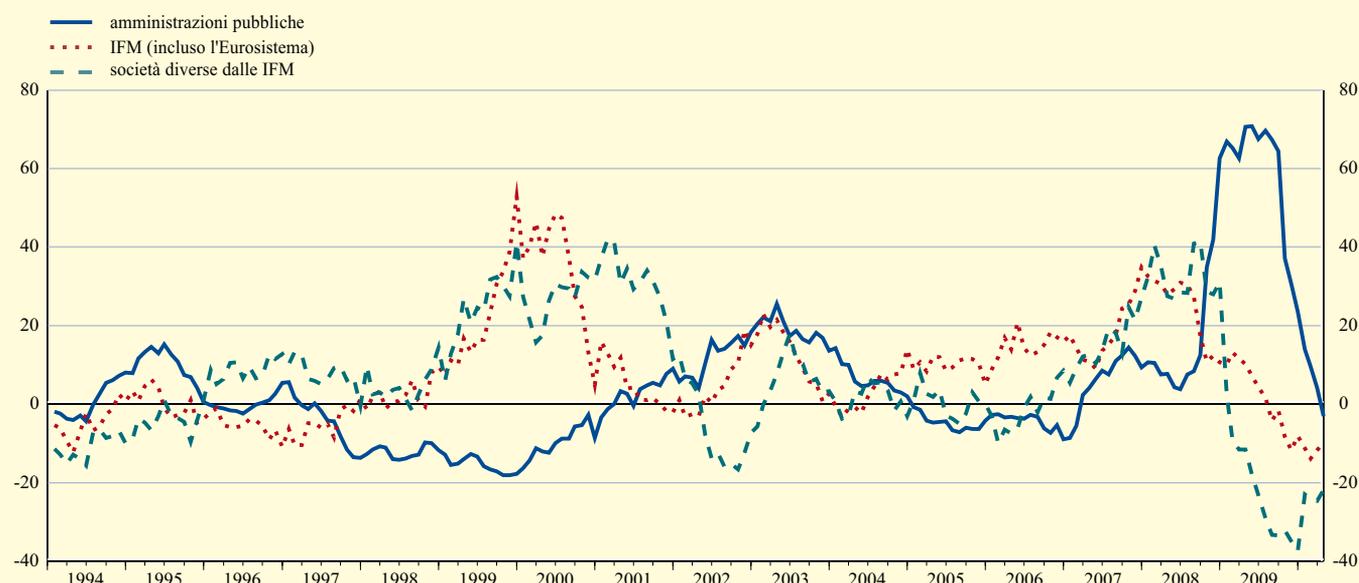
Fonte: BCE.

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	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2008	3,1	4,9	5,7	4,9	1,5	1,4	12,8	5,4	33,4	7,0	7,6	3,2
2009	9,5	7,0	18,2	24,0	8,1	4,2	12,2	1,9	36,2	-1,9	0,1	20,7
2009 2° trim.	8,9	6,8	17,9	21,2	7,5	4,8	14,4	3,1	43,2	-1,1	-0,6	19,9
3° trim.	10,5	7,2	21,2	28,2	9,0	3,9	11,4	1,0	35,5	-3,2	-1,6	25,1
4° trim.	12,2	9,0	21,4	33,5	10,3	6,6	7,7	-1,6	24,4	-4,1	2,0	26,2
2010 1° trim.	11,1	9,7	14,1	27,9	9,6	8,1	2,4	-3,8	8,6	-2,3	4,6	26,7
2009 nov.	12,4	9,5	21,7	34,9	10,1	7,1	7,0	-1,7	22,4	-3,9	1,7	25,8
dic.	11,9	9,7	19,3	32,3	9,7	8,3	2,8	-3,9	10,8	-4,2	3,0	25,2
2010 gen.	11,5	10,7	16,2	27,7	9,3	7,0	3,5	-3,2	10,1	-3,2	7,3	28,2
feb.	10,8	9,0	11,6	26,8	10,0	8,3	1,6	-4,4	7,4	-1,5	3,2	27,1
mar.	10,4	9,1	10,2	26,4	9,4	9,5	1,4	-3,6	5,9	0,0	3,5	24,4
apr.	10,7	8,9	8,4	24,8	10,7	7,8	0,9	-4,5	4,8	-0,3	7,6	22,1
	Euro											
2008	3,0	4,8	6,1	3,0	1,7	1,3	14,3	6,6	35,1	7,2	7,9	2,0
2009	10,0	8,9	21,4	22,5	8,2	3,6	14,5	3,9	38,7	-2,5	-0,4	21,8
2009 2° trim.	9,6	8,8	21,8	19,5	7,7	4,2	17,2	5,4	46,3	-1,8	-0,7	21,7
3° trim.	11,2	9,4	24,4	27,2	9,2	3,3	13,7	2,9	38,1	-3,8	-2,4	27,4
4° trim.	12,8	11,3	23,5	33,1	10,4	6,1	9,2	-0,1	25,9	-4,9	0,7	26,8
2010 1° trim.	11,4	10,7	15,3	28,8	9,7	7,8	3,0	-3,3	9,4	-2,5	3,2	26,7
2009 nov.	12,9	11,9	23,6	34,4	10,2	6,8	8,3	-0,5	23,8	-4,5	0,4	25,9
dic.	12,2	11,2	20,5	33,0	9,8	8,0	3,7	-3,0	11,9	-4,7	1,7	25,1
2010 gen.	11,7	11,7	17,8	28,4	9,3	6,6	4,1	-2,8	11,0	-3,7	5,9	28,3
feb.	11,1	9,9	12,5	27,8	10,1	8,0	2,1	-4,1	8,1	-1,7	1,8	27,0
mar.	10,7	9,7	11,4	27,4	9,4	9,4	1,9	-3,3	6,5	0,3	2,1	24,5
apr.	10,8	9,1	8,8	25,9	10,7	7,5	1,3	-4,0	4,9	-0,3	6,3	22,0

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)

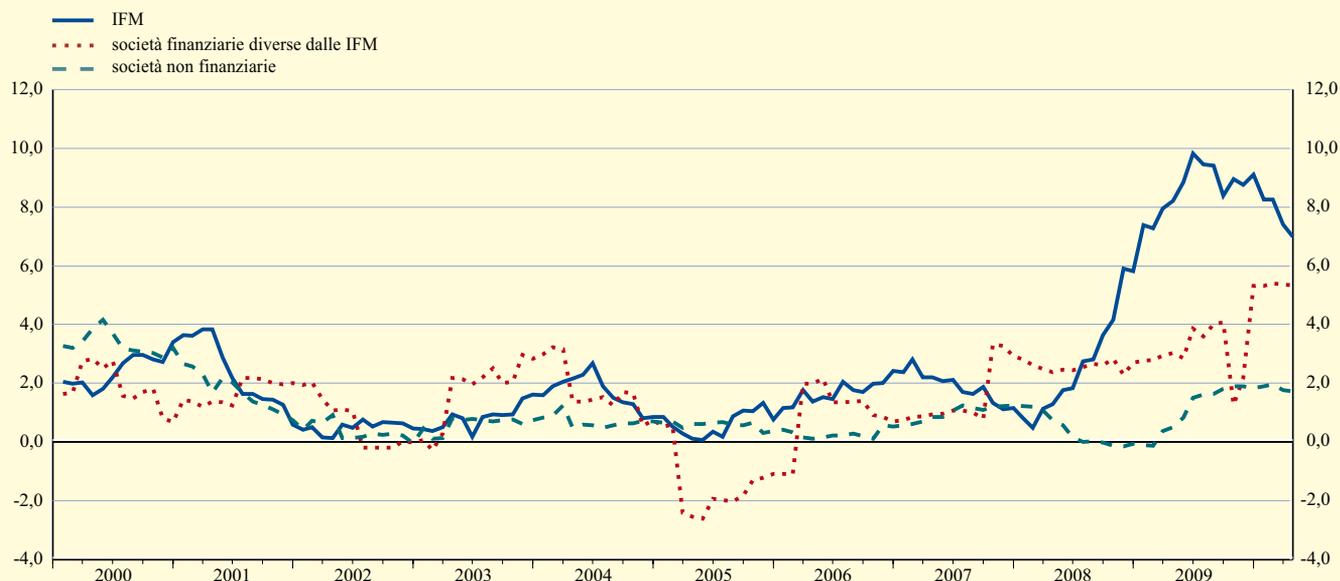
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 apr.	5.766,6	104,5	1,0	838,5	1,3	519,6	2,4	4.408,5	0,7
mag.	5.747,7	104,5	0,9	772,3	1,8	497,1	2,5	4.478,4	0,6
giu.	5.100,2	104,5	0,6	666,5	1,8	435,8	2,5	3.997,9	0,2
lug.	4.991,5	104,7	0,6	692,8	2,7	428,2	2,5	3.870,5	0,0
ago.	5.017,9	104,6	0,7	666,7	2,8	438,4	2,7	3.912,7	0,0
set.	4.448,1	104,7	0,7	613,3	3,6	382,3	2,6	3.452,5	0,0
ott.	3.760,0	105,0	0,7	452,9	4,2	280,5	2,8	3.026,6	-0,1
nov.	3.504,9	105,2	0,9	395,6	5,9	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
dic.	3.512,7	105,4	1,0	378,1	5,8	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 gen.	3.315,7	105,6	1,1	343,7	7,4	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
feb.	2.943,5	105,6	1,1	275,9	7,3	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
mar.	3.027,4	106,1	1,5	315,5	7,9	223,9	2,9	2.488,0	0,4
apr.	3.461,0	106,2	1,6	413,7	8,2	274,6	3,0	2.772,7	0,5
mag.	3.609,3	106,5	1,9	454,1	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
giu.	3.560,2	107,3	2,7	449,5	9,8	279,4	3,9	2.831,4	1,5
lug.	3.846,1	107,5	2,7	510,4	9,5	301,1	3,6	3.034,6	1,6
ago.	4.044,3	107,5	2,7	573,3	9,4	321,7	4,0	3.149,3	1,6
set.	4.213,9	107,6	2,8	594,0	8,4	351,6	4,1	3.268,3	1,8
ott.	4.068,7	107,8	2,7	569,0	9,0	326,2	1,3	3.173,6	1,9
nov.	4.082,3	108,1	2,7	568,5	8,8	317,9	2,2	3.195,9	1,9
dic.	4.428,9	108,5	3,0	572,1	9,1	348,8	5,3	3.508,0	1,8
2010 gen.	4.261,5	108,7	2,9	522,5	8,3	338,7	5,3	3.400,3	1,9
feb.	4.179,3	108,7	3,0	503,6	8,2	337,2	5,4	3.338,4	2,0
mar.	4.492,7	109,0	2,8	548,3	7,4	363,3	5,4	3.581,1	1,8
apr.	4.427,9	109,0	2,7	512,7	7,0	343,8	5,3	3.571,4	1,7

FI9 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

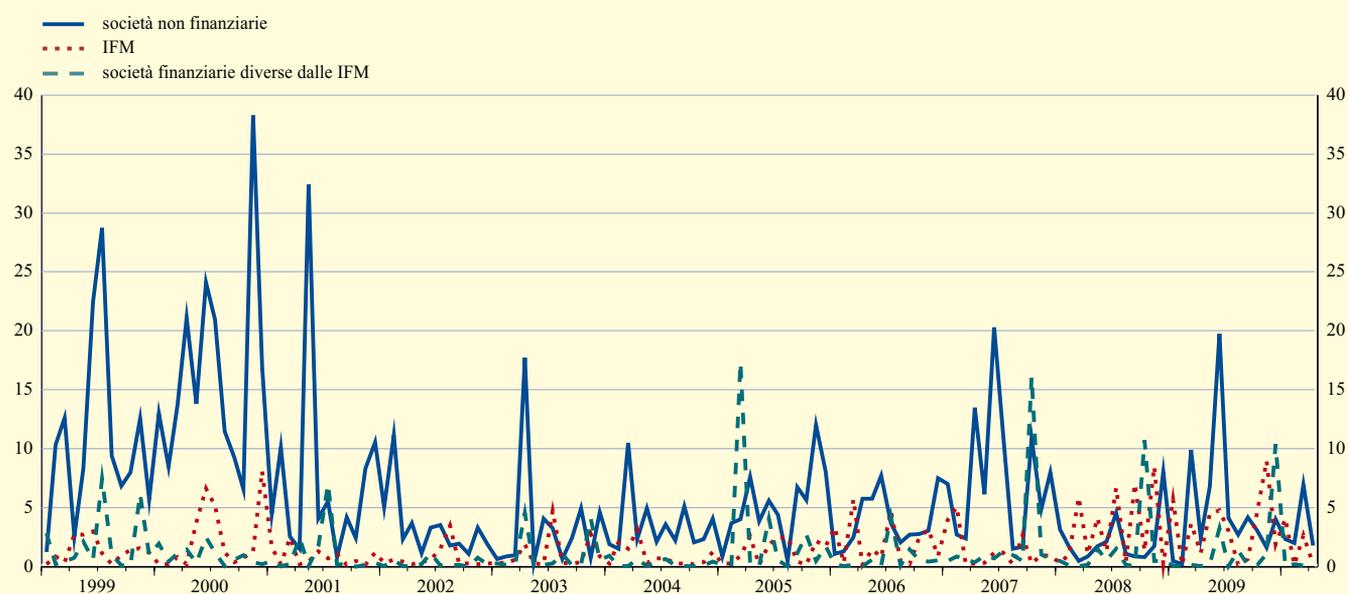
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008 apr.	2,1	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.	1,6	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.	12,9	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.	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	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.	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
giu.	27,8	2,0	25,8	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	4,0
ago.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
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.	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	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.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 gen.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
feb.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
mar.	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5

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 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	2,92	0,68
ago.	0,50	1,72	2,32	2,64	1,64	3,23	0,54	0,71	2,06	2,93	0,57
set.	0,49	1,61	2,27	2,52	1,60	3,12	0,52	0,69	2,10	2,74	0,58
ott.	0,46	1,68	2,11	2,55	1,55	2,97	0,49	0,66	1,99	2,72	0,56
nov.	0,46	1,67	2,23	2,56	1,52	2,76	0,48	0,70	2,11	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	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,44	0,53
feb.	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
mar.	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,80	2,73	2,34	0,50
apr.	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
mag.	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,81	2,26	0,52

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 giu.	9,55	7,26	6,36	8,03	7,83	3,12	4,12	4,51	4,58	4,07	3,55	4,76	4,95
lug.	9,31	7,63	6,49	8,03	8,02	3,03	4,10	4,54	4,54	4,02	3,35	4,77	4,91
ago.	9,26	7,93	6,54	7,96	8,17	3,00	4,10	4,54	4,45	4,06	3,24	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.	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,17	4,48	4,74
mar.	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
apr.	8,77	6,83	6,15	7,92	7,69	2,62	3,70	4,18	4,12	3,67	3,06	4,32	4,53
mag.	8,78	6,76	6,17	7,84	7,65	2,58	3,65	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50

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 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.	4,23	3,42	4,67	4,24	2,30	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.	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 gen.	4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
feb.	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
mar.	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
apr.	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,66	3,45
mag.	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,75	3,41

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 4) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro¹⁾
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

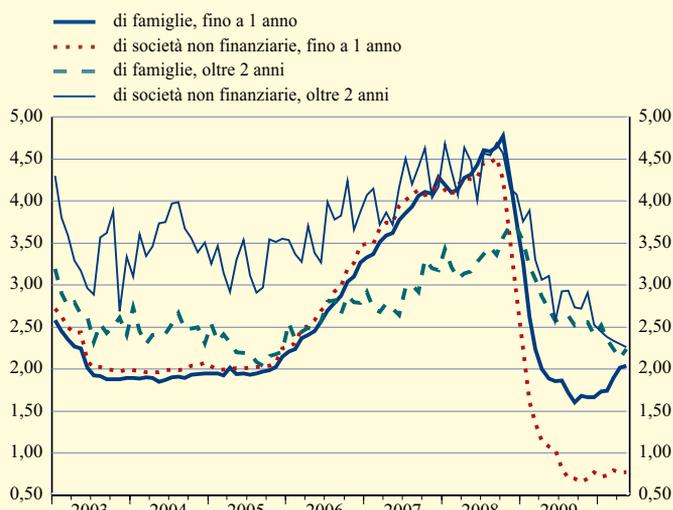
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2009 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	0,54	1,89	3,39	1,53	
set.	0,49	2,83	3,01	1,60	3,12	0,52	1,80	3,39	1,45	
ott.	0,46	2,64	2,96	1,55	2,97	0,49	1,70	3,34	1,35	
nov.	0,46	2,50	2,95	1,52	2,76	0,48	1,62	3,37	1,28	
dic.	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21	
2010 gen.	0,43	2,20	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20	
feb.	0,42	2,15	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20	
mar.	0,42	2,13	2,75	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16	
apr.	0,41	2,13	2,75	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16	
mag.	0,40	2,13	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,21	1,14	

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 giu.	4,50	4,40	4,46	7,97	6,91	5,79	3,91	3,71	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	6,71	5,63	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.	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,43	3,46	3,35	3,50
2010 gen.	3,99	4,05	4,00	7,51	6,52	5,38	3,47	3,31	3,45
feb.	4,04	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
mar.	3,99	4,04	3,98	7,44	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
apr.	3,90	4,01	3,92	7,38	6,51	5,30	3,42	3,21	3,33
mag.	3,88	3,97	3,90	7,40	6,46	5,29	3,40	3,20	3,32

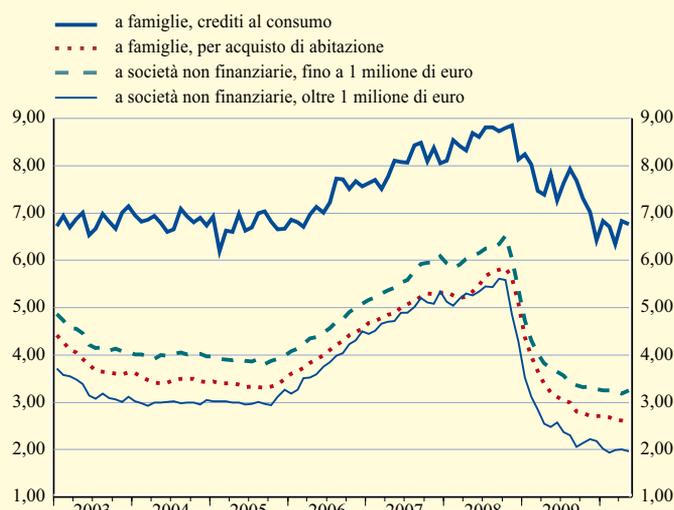
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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)

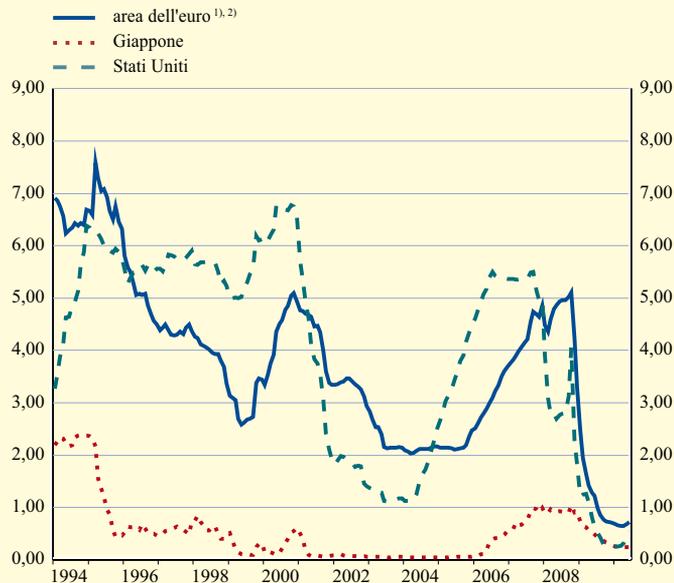
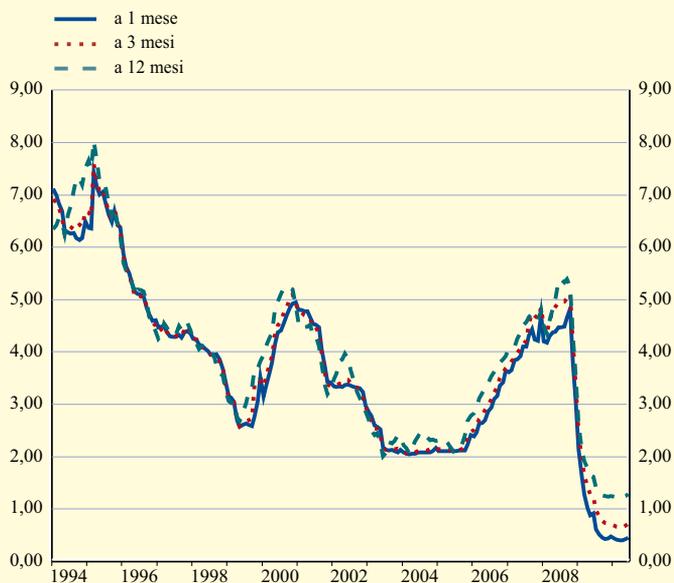
	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	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 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
2° trim.	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
2009 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
apr.	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
mag.	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
giu.	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24

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.

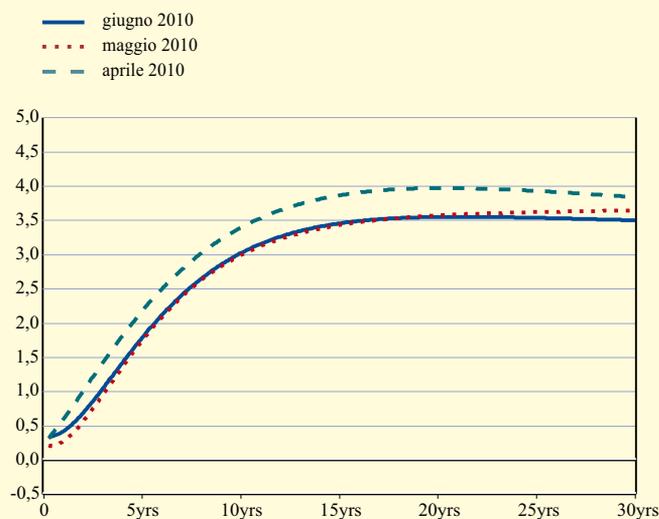
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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
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
2010 1° trim.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
2009 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
apr.	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
mag.	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
giu.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52

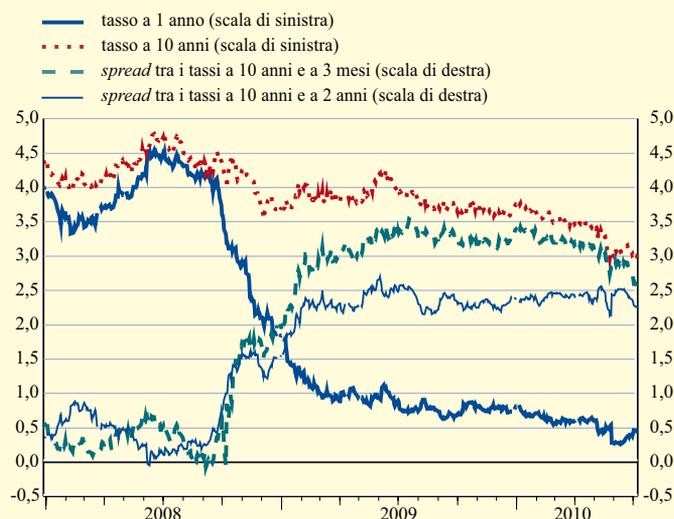
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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 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
2° trim.	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
2009 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
apr.	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
mag.	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
giu.	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati ²⁾	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
in perc. del totale 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
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
2009 1° trim.	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	0,0	0,1	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9
2° trim.	108,3	0,2	1,5	-1,2	2,2	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,7	0,5	0,0	1,8
3° trim.	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,8	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	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 1° trim.	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,4	0,0	0,7	0,0	3,0	0,3	1,2	0,4
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	0,6	1,3	0,1	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	1,0	0,4
mar.	109,4	1,4	0,9	1,3	1,6	0,4	0,0	0,6	0,0	2,6	0,3	1,6	0,4
apr.	109,9	1,5	0,8	1,8	1,2	0,2	0,1	0,5	0,1	2,0	-0,1	1,6	1,2
mag.	110,0	1,6	0,9	1,9	1,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	0,6	0,1	1,6	1,4
giu. ⁴⁾		1,4											

	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	14,9	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
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
2010 1° trim.	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2009 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	0,9	0,1	3,3	1,9	1,6	2,2	-0,4	0,9	1,6
mar.	0,3	0,5	-0,1	1,8	0,1	7,2	1,9	1,6	2,7	-0,3	1,4	1,5
apr.	0,7	0,6	0,7	2,3	0,2	9,1	1,9	1,5	2,4	-0,6	0,4	1,4
mag.	0,7	0,9	0,4	2,5	0,3	9,2	1,8	1,5	2,2	-1,1	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, escluse le costruzioni											Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾
	Totale (indice 2005 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Durevoli	Non durevoli					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,5	1,4	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	1,5	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,8	-5,3	0,4	-2,0	1,2	-2,4	-11,5	0,1	-3,1	
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	-3,1 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	-3,1 ⁴⁾	
2010 1° trim.	109,6	-0,2	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,2	-	-	
2009 dic.	108,5	-2,9	-0,8	-2,3	-3,5	-0,5	-2,0	0,5	-2,3	-5,1	-	-	
2010 gen.	109,3	-1,0	0,9	-1,0	-1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,8	-1,6	-	-	
feb.	109,4	-0,4	1,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,6	-0,7	-	-	
mar.	110,1	0,9	2,7	0,1	0,8	-0,3	-0,4	0,3	-0,5	2,9	-	-	
apr.	111,2	2,8	3,7	1,1	2,8	0,0	-0,3	0,4	-0,4	7,7	-	-	
mag.	111,5	3,1	4,0	1,7	3,9	0,2	0,0	0,7	-0,1	7,0	-	-	

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						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁶⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁷⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁸⁾	Importazioni ⁸⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
																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	27,7	5,8	37,9	24,5	5,9	38,2	113,8	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,4	2,9	116,5	2,4	2,3	2,3	1,6	2,7	1,6	1,4	
2008	65,9	2,0	18,5	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	119,0	2,2	2,7	2,8	2,6	2,4	2,6	3,7	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,5	-22,8	120,2	1,0	0,0	-0,2	1,8	-0,9	-3,1	-5,6	
2009 1° trim.	35,1	-29,3	-15,0	-36,1	-28,7	-17,7	-36,9	120,1	1,8	0,9	0,3	2,4	0,6	-1,9	-4,2	
2° trim.	43,8	-24,5	-11,2	-30,9	-22,5	-10,0	-31,4	120,0	1,0	-0,2	-0,4	1,3	-0,9	-3,4	-6,6	
3° trim.	48,1	-18,7	-12,7	-21,5	-18,9	-15,3	-21,4	120,2	0,8	-0,6	-0,8	2,2	-1,8	-4,3	-8,0	
4° trim.	51,2	3,2	5,8	1,9	2,5	-0,9	5,1	120,3	0,2	0,0	0,2	1,4	-1,4	-2,7	-3,5	
2010 1° trim.	56,0	29,0	7,5	42,7	27,4	7,5	46,6	120,8	0,5	0,2	1,3	1,6	-0,4	2,3	1,3	
2010 gen.	54,0	27,3	8,5	39,2	25,7	7,7	43,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
feb.	54,5	25,4	5,0	38,4	25,0	7,1	42,3	-	-	-	-	-	-	-	-	
mar.	59,1	34,5	8,9	50,5	31,5	7,7	54,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
apr.	64,0	51,9	8,1	78,7	43,8	8,8	76,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
mag.	61,6	52,1	11,5	77,8	43,6	12,0	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-	
giu.	62,2	50,5	16,4	71,4	43,4	19,7	64,8	-	-	-	-	-	-	-	-	

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	8
			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			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾									
2008	115,4	3,3	0,3	3,7	3,3	3,3	3,2	2,9	
2009	119,9	3,9	-1,2	10,1	1,4	5,0	0,8	2,4	
2009 2° trim.	120,2	4,7	-1,0	14,1	1,2	6,0	1,5	1,6	
3° trim.	119,7	3,5	-2,2	8,7	0,5	3,8	0,4	3,3	
4° trim.	119,7	1,3	-1,4	1,4	1,5	2,4	0,5	1,7	
2010 1° trim.	119,6	-0,5	.	.	.	.	.	.
Redditi per occupato									
2008	121,4	3,1	3,9	3,0	4,7	2,8	2,4	3,5	
2009	123,3	1,5	2,2	0,3	2,6	1,5	1,4	2,3	
2009 2° trim.	122,9	1,5	2,2	0,1	3,0	1,9	2,0	1,7	
3° trim.	123,6	1,4	2,3	0,4	2,5	0,4	1,4	3,0	
4° trim.	124,1	1,3	2,2	0,4	2,1	1,3	1,5	1,8	
2010 1° trim.	124,2	1,4	.	.	.	.	.	.
Produttività del lavoro per occupato²⁾									
2008	105,3	-0,2	3,5	-0,7	1,4	-0,4	-0,8	0,6	
2009	102,8	-2,3	3,5	-8,9	1,1	-3,3	0,6	0,0	
2009 2° trim.	102,3	-3,1	3,2	-12,3	1,8	-3,9	0,5	0,0	
3° trim.	103,3	-1,9	4,6	-7,6	2,0	-3,3	1,0	-0,2	
4° trim.	103,6	0,0	3,6	-1,0	0,7	-1,1	1,0	0,1	
2010 1° trim.	103,8	1,9	1,8	9,4	-1,5	1,3	0,9	0,1	
Redditi per ora lavorata³⁾									
2008	124,1	3,2	2,0	3,6	4,4	3,0	2,2	3,4	
2009	127,6	2,8	4,0	3,7	4,4	2,2	2,4	2,5	
2009 2° trim.	127,5	3,2	3,3	5,0	4,9	2,7	3,3	2,1	
3° trim.	127,8	2,7	4,1	3,7	4,2	1,2	2,5	3,0	
4° trim.	127,8	1,8	3,8	0,9	3,7	1,5	2,1	1,8	
2010 1° trim.	127,9	0,6	.	.	.	.	.	.
Produttività per ora lavorata³⁾									
2008	108,2	0,0	3,1	-0,1	1,3	-0,1	-1,0	0,4	
2009	107,0	-1,1	3,5	-6,0	2,6	-2,7	1,8	0,0	
2009 2° trim.	106,6	-1,6	2,4	-8,2	3,4	-3,0	2,0	0,3	
3° trim.	107,3	-0,8	4,8	-4,7	3,4	-2,7	2,3	-0,3	
4° trim.	107,3	0,3	3,6	-0,7	1,6	-1,1	1,7	0,1	
2010 1° trim.	107,6	1,2	3,1	7,1	-2,7	0,5	0,6	-0,5	

5. Indicatori del costo 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 manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2008	100,0	3,5	3,6	3,4	3,8	4,7	3,1	3,3
2009	102,6	2,7	2,6	3,0	3,1	3,7	2,3	2,7
2009 2° trim.	102,5	3,3	3,2	3,4	4,3	4,5	2,6	2,8
3° trim.	102,9	2,6	2,7	2,6	3,5	2,5	2,2	2,4
4° trim.	103,3	1,7	1,6	2,0	0,6	3,3	2,1	2,2
2010 1° trim.	104,0	2,1	2,0	2,1	1,8	2,1	2,2	1,7

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 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 input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- 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	8.562,4	8.466,0	4.872,9	1.733,6	1.834,4	25,2	96,3	3.453,2	3.356,9
2007	9.013,3	8.874,2	5.067,5	1.802,8	1.970,5	33,4	139,2	3.734,7	3.595,5
2008	9.258,2	9.160,0	5.228,6	1.891,8	2.000,5	39,2	98,2	3.862,7	3.764,5
2009	8.967,8	8.849,3	5.158,8	1.979,1	1.769,0	-57,7	118,5	3.249,6	3.131,1
2009 1° trim.	2.237,1	2.221,6	1.285,4	488,7	452,9	-5,5	15,5	807,7	792,2
2° trim.	2.233,8	2.204,5	1.287,5	492,7	444,2	-19,9	29,4	791,4	762,0
3° trim.	2.246,3	2.212,0	1.287,6	499,8	438,2	-13,6	34,3	815,1	780,8
4° trim.	2.250,5	2.211,2	1.298,2	498,0	433,7	-18,7	39,3	835,5	796,2
2010 1° trim.	2.263,4	2.232,3	1.302,2	503,3	429,4	-2,6	31,1	873,2	842,1
<i>in percentuale del PIL</i>									
2009	100,0	98,7	57,5	22,1	19,7	-0,6	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>									
2009 1° trim.	-2,5	-2,4	-0,6	0,8	-5,3	-	-	-8,4	-8,0
2° trim.	-0,1	-0,7	0,1	0,7	-1,5	-	-	-1,1	-2,8
3° trim.	0,4	0,3	-0,2	0,7	-1,1	-	-	2,9	2,8
4° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	-	-	1,8	1,2
2010 1° trim.	0,2	0,8	-0,1	0,2	-1,2	-	-	2,1	3,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2006	3,0	2,9	2,0	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,4	1,6	2,3	4,6	-	-	6,3	5,5
2008	0,6	0,6	0,3	2,2	-0,6	-	-	0,9	1,0
2009	-4,1	-3,5	-1,2	2,7	-10,9	-	-	-13,3	-12,0
2009 1° trim.	-5,2	-3,7	-1,7	3,0	-11,5	-	-	-16,4	-13,3
2° trim.	-4,9	-3,8	-1,2	2,9	-11,5	-	-	-17,0	-14,7
3° trim.	-4,1	-3,5	-1,3	3,0	-11,4	-	-	-13,6	-12,4
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,5	2,0	-8,7	-	-	-5,2	-7,0
2010 1° trim.	0,6	0,3	0,0	1,4	-4,8	-	-	5,7	4,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2009 1° trim.	-2,5	-2,4	-0,3	0,2	-1,1	-1,1	-0,2	-	-
2° trim.	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,3	-0,6	0,6	-	-
3° trim.	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,5	0,1	-	-
4° trim.	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	-	-
2010 1° trim.	0,2	0,8	-0,1	0,0	-0,2	1,0	-0,6	-	-
<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	0,6	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,0	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,7	0,5	-2,3	-0,9	-0,7	-	-
2009 1° trim.	-5,2	-3,7	-1,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,5	-	-
2° trim.	-4,9	-3,7	-0,7	0,6	-2,5	-1,1	-1,2	-	-
3° trim.	-4,1	-3,4	-0,7	0,6	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
4° trim.	-2,1	-2,8	-0,3	0,4	-1,8	-1,1	0,7	-	-
2010 1° trim.	0,6	0,3	0,0	0,3	-1,0	1,0	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda
2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, 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	7.648,5	140,8	1.565,3	477,8	1.596,8	2.137,2	1.730,4	913,9
2007	8.054,7	151,4	1.644,5	511,1	1.671,0	2.273,8	1.802,9	958,7
2008	8.312,4	147,0	1.656,5	534,2	1.731,3	2.361,7	1.881,7	945,8
2009	8.074,5	130,7	1.431,8	516,0	1.670,5	2.370,5	1.955,0	893,2
2009 1° trim.	2.013,9	34,1	356,2	131,5	416,9	591,4	483,8	223,3
2° trim.	2.012,1	32,8	353,1	129,6	417,1	592,3	487,1	221,8
3° trim.	2.022,7	31,7	360,2	128,4	418,5	592,7	491,1	223,6
4° trim.	2.025,9	32,1	362,3	126,5	417,9	594,1	493,0	224,6
2010 1° trim.	2.041,6	33,0	369,1	124,0	419,3	599,5	496,6	221,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2009	100,0	1,6	17,7	6,4	20,7	29,4	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>								
2009 1° trim.	-2,6	0,9	-8,7	-1,1	-3,2	-1,0	0,2	-1,8
2° trim.	-0,1	-0,1	-1,0	-1,2	0,0	0,0	0,6	0,4
3° trim.	0,3	0,8	2,1	-1,4	0,0	-0,1	0,2	0,9
4° trim.	0,1	-0,5	0,6	-1,4	0,0	0,1	0,2	0,7
2010 1° trim.	0,5	0,4	1,9	-2,3	0,1	0,5	0,4	-2,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2006	2,9	0,0	3,6	2,8	2,7	4,2	1,4	3,3
2007	3,0	0,4	2,5	2,4	3,4	4,1	2,1	0,9
2008	0,8	1,6	-0,7	-0,9	0,8	1,4	1,6	-1,2
2009	-4,3	1,2	-13,6	-5,8	-5,0	-1,6	1,2	-2,5
2009 1° trim.	-5,3	1,2	-16,7	-6,5	-6,0	-1,6	1,2	-4,5
2° trim.	-5,1	0,7	-16,7	-5,6	-5,6	-1,9	1,4	-3,2
3° trim.	-4,3	1,6	-13,2	-5,5	-5,1	-1,8	1,1	-2,3
4° trim.	-2,4	1,1	-7,1	-5,0	-3,3	-1,1	1,2	0,1
2010 1° trim.	0,7	0,6	3,6	-6,2	0,0	0,5	1,4	-0,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2009 1° trim.	-2,6	0,0	-1,7	-0,1	-0,7	-0,3	0,0	-
2° trim.	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
3° trim.	0,3	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
4° trim.	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-
2010 1° trim.	0,5	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,2	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	0,5	-
2008	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,7	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2009 1° trim.	-5,3	0,0	-3,4	-0,4	-1,3	-0,5	0,3	-
2° trim.	-5,1	0,0	-3,4	-0,4	-1,2	-0,5	0,3	-
3° trim.	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
4° trim.	-2,4	0,0	-1,4	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-
2010 1° trim.	0,7	0,0	0,6	-0,4	0,0	0,1	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)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
							Totale	Durevoli	Non durevoli			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	3,2	108,1	3,7	4,1	4,3	3,7	6,6	2,4	1,4	2,5	-0,9	1,2
2008	-2,3	106,1	-1,7	-1,9	-1,9	-3,4	-0,1	-2,0	-5,7	-1,4	0,3	-4,4
2009	-13,9	90,3	-15,1	-16,1	-16,6	-19,2	-21,4	-5,0	-17,5	-3,0	-5,7	-8,2
2009 2° trim.	-16,9	88,8	-18,9	-19,7	-20,2	-24,3	-24,8	-5,9	-21,2	-3,3	-8,9	-7,5
3° trim.	-13,8	89,6	-14,6	-15,4	-15,9	-18,3	-21,5	-4,0	-18,3	-1,9	-6,1	-9,1
4° trim.	-7,5	91,6	-7,7	-8,2	-8,6	-6,8	-14,4	-2,6	-10,2	-1,4	-3,8	-6,0
2010 1° trim.	1,7	95,3	4,6	4,9	4,9	7,8	2,6	3,3	0,0	3,7	2,9	-10,0
2009 nov. dic.	-7,3 -4,0	91,7 92,5	-7,0 -4,0	-7,2 -4,5	-7,5 -4,9	-5,8 -0,2	-13,5 -11,6	-1,9 -0,8	-7,9 -7,3	-1,0 0,0	-5,1 -1,7	-7,4 -3,7
2010 gen. feb. mar. apr.	-0,6 0,5 4,9 6,4	94,3 95,0 96,5 97,3	1,7 4,1 7,8 9,5	1,9 4,4 8,1 9,5	2,1 4,5 7,7 9,5	4,2 6,9 11,8 15,8	-0,4 3,0 4,9 8,8	1,4 2,6 5,7 2,6	-2,7 0,9 1,7 1,1	1,9 2,9 6,3 2,8	0,9 2,2 6,0 6,7	-10,6 -14,2 -5,8 -5,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2009 nov. dic.	0,8 0,6	- -	1,4 0,8	1,6 0,4	1,6 -0,2	0,8 -0,3	1,7 0,1	1,5 0,4	2,1 -1,5	1,0 0,7	-2,4 3,1	-1,1 0,3
2010 gen. feb. mar. apr.	1,3 -1,0 3,1 0,5	- - - -	2,0 0,8 1,6 0,8	1,9 0,8 1,9 0,6	2,2 0,2 1,6 0,6	0,7 1,2 1,1 2,1	-0,8 0,7 1,8 0,9	1,0 0,0 1,1 -1,0	2,2 0,4 0,2 -0,3	0,9 0,1 1,6 -1,3	2,9 -0,8 0,2 -1,0	-2,0 -6,4 6,8 -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	A 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	115,1	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,0	3,1	968	-0,6
2008	113,0	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,0
2009	87,7	-22,8	95,5	-18,5	-2,7	101,6	-1,7	-1,5	-1,9	-1,2	-3,9	925	3,2
2009 2° trim.	84,3	-30,6	93,8	-23,4	-3,0	101,6	-2,0	-1,4	-2,4	-2,1	-5,5	948	0,2
3° trim.	90,3	-21,4	96,1	-18,9	-3,4	101,5	-1,9	-1,3	-2,4	-2,8	-3,2	962	10,1
4° trim.	91,9	-2,8	97,5	-9,2	-1,5	101,8	-0,5	-0,3	-0,6	0,4	-0,8	966	20,7
2010 1° trim.	95,5	13,8	100,9	6,4	0,6	102,1	0,7	1,3	0,5	3,2	0,9	892	7,4
2009 dic.	93,5	9,8	97,7	-2,9	-0,4	102,2	0,3	0,9	0,0	1,9	0,2	952	19,8
2010 gen. feb. mar. apr. mag.	92,2 94,6 99,5 100,0	7,5 12,6 20,5 21,7	99,2 100,3 103,2 101,1	1,1 6,1 11,1 10,1	-1,0 0,2 2,4 0,2	101,9 101,9 102,6 101,8	-0,3 0,3 2,0 -0,1	0,7 0,6 2,7 -0,1	-0,7 0,4 1,8 -0,1	2,3 2,0 5,4 -0,4	-1,5 0,6 3,5 0,9	859 878 938 839	8,3 2,9 10,2 -10,1
mag.	.	.	.	.	0,7	102,1	0,6	0,3	1,0	.	.	787	-13,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2010 gen. feb. mar. apr. mag.	- - - - -	-1,4 2,6 5,2 0,5 .	- - - - -	1,5 1,1 2,9 -2,0 .	-0,3 0,2 0,8 -0,8 0,3	- - - - -	-0,3 0,0 0,6 -0,8 0,3	-0,2 -0,1 0,5 -0,6 0,2	-0,3 0,1 0,6 -0,8 0,4	1,2 -1,0 1,9 -2,6 .	-1,4 0,5 1,2 -1,0 .	- - - - -	-9,7 2,2 6,8 -10,5 -6,2

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (che comprende elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2005.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

3) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese²⁾

	Indice del clima economico ³⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	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 ⁵⁾	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	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2009 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	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 1° trim.	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
2° trim.	99,2	-7	-29	0	10	.	-17	-6	-18	34	-9
2010 gen.	96,0	-14	-44	3	5	72,3	-16	-3	-9	46	-6
feb.	95,9	-13	-42	4	7	-	-17	-4	-12	47	-7
mar.	97,9	-10	-39	0	9	-	-17	-5	-12	46	-7
apr.	100,6	-7	-32	-1	9	75,5	-15	-5	-12	36	-8
mag.	98,4	-6	-28	1	10	-	-18	-7	-21	34	-10
giu.	98,7	-6	-26	1	10	-	-17	-7	-20	32	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
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
2009 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
2° trim.	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
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	8
apr.	-25	-37	-13	-1	-1	8	4	6	0	5	11
mag.	-28	-40	-17	-6	-7	10	-1	4	-1	4	8
giu.	-30	-43	-17	-6	-7	8	-3	4	2	4	6

Fonte: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari).

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) A partire da maggio 2010, i dati si riferiscono alla nuova versione della classificazione delle attività economiche dell'Unione europea (NACE Rev. 2).
- 3) 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.
- 4) 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 dalle medie trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione in termini di occupati

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (dest.; milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,3	14,7	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,754	1,8	2,0	0,7	-1,6	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,846	0,7	0,9	-0,3	-1,8	0,0	-2,3	1,2	2,3	1,1
2009	145,079	-1,9	-1,8	-2,1	-2,2	-5,1	-6,7	-1,8	-2,2	1,3
2009 2° trim.	145,362	-1,9	-1,9	-2,1	-2,0	-4,9	-7,2	-1,9	-2,4	1,4
3° trim.	144,587	-2,3	-2,3	-2,3	-2,6	-6,4	-7,3	-1,9	-2,8	1,4
4° trim.	144,258	-2,0	-2,0	-2,1	-2,0	-6,1	-5,4	-2,0	-2,1	1,0
2010 1° trim.	144,261	-1,2	-1,2	-0,9	-1,1	-5,3	-4,3	-1,3	-0,4	1,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2009 2° trim.	-0,752	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-1,7	-1,3	-0,5	-0,7	0,4
3° trim.	-0,775	-0,5	-0,5	-0,6	-1,2	-1,7	-1,7	-0,3	-0,5	0,3
4° trim.	-0,329	-0,2	-0,2	-0,3	0,3	-1,1	-0,4	-0,6	0,2	0,2
2010 1° trim.	0,004	0,0	-0,1	0,4	0,1	-0,9	-1,5	0,0	0,5	0,5

2. Occupazione in termini di ore lavorate

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (dest.; milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	80,4	19,6	5,0	17,1	8,4	26,9	15,6	27,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.005,4	1,8	2,0	0,8	-2,3	0,6	3,6	1,9	4,3	1,1
2008	238.642,1	0,7	1,0	-0,6	-2,0	-0,5	-2,0	1,0	2,6	1,4
2009	230.970,5	-3,2	-3,3	-2,7	-2,2	-8,7	-8,3	-2,5	-3,4	1,1
2009 2° trim.	57.761,5	-4,1	-4,5	-2,7	-1,3	-11,1	-9,3	-3,1	-4,3	0,6
3° trim.	57.578,7	-3,5	-3,7	-2,8	-2,6	-9,9	-8,6	-2,6	-4,2	1,3
4° trim.	57.653,2	-2,2	-2,3	-1,8	-1,8	-6,2	-6,0	-1,7	-2,6	1,1
2010 1° trim.	57.622,3	-0,4	-0,5	-0,2	-2,6	-3,1	-3,7	-0,3	-0,1	2,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2009 2° trim.	-215,7	-0,4	-0,5	0,1	0,0	-1,9	-0,2	-0,2	-0,7	0,5
3° trim.	-182,8	-0,3	-0,3	-0,6	-1,3	-0,8	-1,1	-0,4	-0,5	0,5
4° trim.	74,5	0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,6	0,4
2010 1° trim.	-30,9	-0,1	0,0	-0,1	-1,1	-0,5	-1,9	0,0	0,4	0,6

3. Ore lavorate per occupato

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (dest.; migliaia)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	1,614	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,3	-0,2	0,3	0,3
2009	1,592	-1,4	-1,5	-0,6	-0,1	-3,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,3
2009 2° trim.	0,397	-2,3	-2,7	-0,7	0,7	-6,6	-2,3	-1,2	-1,9	-0,9
3° trim.	0,398	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1	-3,8	-1,4	-0,7	-1,4	-0,1
4° trim.	0,400	-0,1	-0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,6	0,3	-0,5	0,1
2010 1° trim.	0,399	0,8	0,8	0,7	-1,5	2,3	0,6	1,0	0,4	0,6

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e si basano sul SEC 95.

2) Nel 2009.

5.3 Mercato del lavoro
4. Disoccupazione ¹⁾

(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	12,878	8,3	10,054	7,3	2,824	16,4	6,390	7,5	6,488	9,4
2007	11,664	7,5	9,113	6,6	2,551	14,9	5,730	6,7	5,934	8,5
2008	11,895	7,6	9,269	6,6	2,625	15,4	5,998	6,9	5,896	8,3
2009	14,864	9,4	11,645	8,2	3,220	19,4	7,996	9,3	6,868	9,6
2009 1° trim.	13,888	8,8	10,802	7,7	3,086	18,3	7,354	8,5	6,534	9,2
2° trim.	14,779	9,3	11,538	8,2	3,241	19,4	7,961	9,2	6,817	9,5
3° trim.	15,277	9,7	11,986	8,5	3,290	19,9	8,246	9,6	7,031	9,8
4° trim.	15,513	9,8	12,252	8,7	3,260	19,9	8,423	9,8	7,090	9,9
2010 1° trim.	15,696	9,9	12,444	8,8	3,253	20,0	8,493	9,9	7,204	10,0
2009 dic.	15,555	9,9	12,309	8,7	3,246	19,9	8,436	9,8	7,119	9,9
2010 gen.	15,624	9,9	12,376	8,7	3,249	20,0	8,474	9,8	7,150	10,0
feb.	15,705	9,9	12,430	8,8	3,275	20,2	8,514	9,9	7,191	10,0
mar.	15,760	10,0	12,526	8,8	3,234	20,0	8,490	9,9	7,270	10,1
apr.	15,754	10,0	12,528	8,8	3,227	20,0	8,475	9,9	7,279	10,1
mag.	15,789	10,0	12,588	8,9	3,201	19,9	8,475	9,9	7,314	10,2

Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Nel 2009.
- 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

	Entrate correnti													Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
	Totale	Imposte dirette		Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Imposte in conto capitale					
		Famiglie	Imprese													
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	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	44,3	11,5	8,8	2,7	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	45,4	45,2	12,4	9,1	3,2	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	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,1	0,2	0,3	41,0		
2009	44,5	44,2	11,4	9,2	2,0	13,1	0,3	15,7	8,3	4,5	2,2	0,3	0,4	40,5		

2. Area dell'euro: spese

	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	
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	2,4	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	42,9	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	43,1	10,1	5,1	3,0	24,8	22,0	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,9
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,9	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	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)			
													10		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	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	-1,5	-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	-1,1	0,0	-0,1	0,5	2,3	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	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4	
2009	-6,2	-5,0	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,1	10,8	5,6	5,8	2,0	2,2	8,8	13,3	

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
2006	0,3	-1,6	3,0	-3,6	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,5	-1,5	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	0,2	0,1	-5,1	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,2	-0,4	-2,6	0,0	-1,9	5,2
2008	-1,2	0,0	-7,3	-7,7	-4,1	-3,3	-2,7	0,9	2,9	-4,5	0,7	-0,4	-2,8	-1,7	-2,3	4,2
2009	-6,0	-3,3	-14,3	-13,6	-11,2	-7,5	-5,3	-6,1	-0,7	-3,8	-5,3	-3,4	-9,4	-5,5	-6,8	-2,2

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				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,4
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,0	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	40,5	19,4	10,6	10,5	27,4
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,7	19,6	11,0	9,1	29,3
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,2	18,5	10,7	9,0	31,3
2005	70,1	2,4	11,8	4,7	51,1	36,3	17,2	11,1	8,0	33,8
2006	68,2	2,4	11,5	4,1	50,2	34,4	17,4	9,3	7,7	33,8
2007	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7	32,6	16,7	8,5	7,3	33,4
2008	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4	32,4	16,6	7,9	7,8	37,0
2009	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8	36,6	19,7	8,7	8,2	42,2

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza 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
2000	69,2	58,2	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	57,1	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	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,1	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,2	4,6	14,8	25,5	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	14,6	23,5	27,8	65,4	0,5
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,8	23,3	28,4	68,6	0,8
2009	78,8	64,9	7,6	5,6	0,6	12,2	66,5	4,5	19,8	26,7	32,2	78,0	0,8

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
2006	88,1	67,6	24,9	97,8	39,6	63,7	106,5	64,6	6,5	63,7	47,4	62,2	64,7	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	65,0	25,0	95,7	36,2	63,8	103,5	58,3	6,7	61,9	45,5	59,5	63,6	23,4	29,3	35,2
2008	89,8	66,0	43,9	99,2	39,7	67,5	106,1	48,4	13,7	63,7	58,2	62,6	66,3	22,6	27,7	34,2
2009	96,7	73,2	64,0	115,1	53,2	77,6	115,8	56,2	14,5	69,1	60,9	66,5	76,8	35,9	35,7	44,0

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 sottosectori 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
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,1
2005	3,1	3,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,6	-0,7	0,8	3,6
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,6
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,2
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	-2,0	0,7	0,4	-0,4	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,1	2,5	0,5	4,0

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	
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	0,0	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	0,2	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	0,4	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,2	-2,0	3,3	3,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,4	0,0	0,2	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- 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).
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 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).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 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 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	9,5	12,9	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	44,7	44,0	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
3° trim.	42,8	42,4	10,7	12,8	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	39,2
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	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
2° trim.	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
3° trim.	43,6	42,9	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,3	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,4	15,1	1,6	0,8	0,4	0,3	39,0
2° trim.	45,4	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,8	43,3	11,6	13,0	15,2	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,3	48,7	14,0	14,3	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 1° trim.	42,1	41,7	10,2	13,5	14,8	1,7	0,8	0,3	0,3	38,8
2° trim.	45,6	45,2	12,7	13,5	15,0	1,8	1,5	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,8	43,3	12,2	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,1
4° trim.	49,8	49,1	14,4	14,1	15,8	3,0	0,9	0,6	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,4	41,9	10,7	12,9	14,8	1,7	1,0	0,5	0,2	38,6
2° trim.	45,1	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,5	0,3	40,7
3° trim.	43,3	42,9	11,9	12,4	15,1	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
4° trim.	48,6	48,4	13,6	13,6	16,3	3,0	1,0	0,2	0,3	43,7
2009 1° trim.	41,2	41,8	10,2	12,5	15,4	1,8	1,0	-0,6	0,2	38,4
2° trim.	43,8	43,9	11,5	12,6	15,5	2,0	1,5	-0,1	0,5	40,1
3° trim.	42,8	42,4	10,9	12,3	15,5	2,0	0,8	0,4	0,3	39,1
4° trim.	49,8	47,9	12,7	13,6	16,4	3,2	0,9	1,9	0,5	43,2

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 4° trim.	51,1	46,3	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.	46,3	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	1,4
3° trim.	46,1	42,7	9,9	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
4° trim.	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,7	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,3	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,7
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,1	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 1° trim.	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,1
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	3,0
3° trim.	45,4	42,0	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,7	2,7	25,9	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 1° trim.	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,8	20,4	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,8
2° trim.	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,1	2,3	0,8	1,1	4,3
3° trim.	44,6	41,2	9,6	4,8	2,9	24,0	20,7	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
4° trim.	50,4	45,2	10,7	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,2	3,4	1,8	-0,6	2,1
2008 1° trim.	44,8	41,4	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,4	0,6
2° trim.	45,4	41,9	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,5	2,3	1,2	-0,3	2,9
3° trim.	45,5	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,2	0,8
4° trim.	51,5	46,8	11,0	6,1	2,8	27,0	23,0	1,4	4,7	3,4	1,4	-3,0	-0,2
2009 1° trim.	47,6	44,9	10,5	5,2	2,9	26,3	22,4	1,3	2,7	2,2	0,4	-6,4	-3,5
2° trim.	49,5	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	3,4	2,7	0,6	-5,7	-2,5
3° trim.	49,4	45,5	10,4	5,2	2,7	27,1	23,5	1,4	3,9	2,6	1,2	-6,6	-3,9
4° trim.	56,1	49,4	11,4	6,3	2,5	29,2	24,8	1,6	6,7	3,4	3,2	-6,3	-3,7

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

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali (in percentuale del PIL)

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

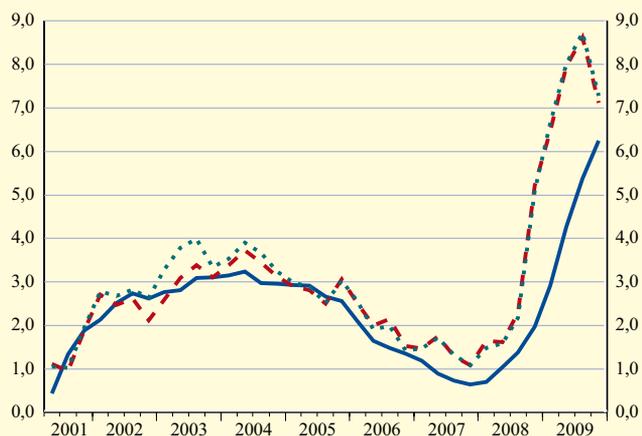
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2007 1° trim.	68,4	2,4	11,5	4,7	49,9
2° trim.	68,7	2,2	11,2	5,1	50,2
3° trim.	67,7	2,1	11,0	5,1	49,3
4° trim.	65,9	2,2	10,8	4,2	48,7
2008 1° trim.	67,0	2,1	11,2	5,0	48,7
2° trim.	67,3	2,1	11,2	4,9	49,0
3° trim.	67,4	2,1	11,1	5,5	48,7
4° trim.	69,4	2,3	11,0	6,7	49,4
2009 1° trim.	72,8	2,3	11,3	7,9	51,4
2° trim.	76,1	2,4	11,6	8,4	53,7
3° trim.	77,9	2,3	11,7	9,2	54,6
4° trim.	78,8	2,4	11,9	8,6	55,8

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 di volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7				Azioni e altri titoli di capitale 8
2007 1° trim.	4,5	-2,2	2,3	1,8	1,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	1,2	5,2
2° trim.	4,2	1,1	5,2	4,9	4,1	0,0	0,5	0,3	0,6	-0,3	3,6
3° trim.	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4	-2,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,5	-0,6	-4,1	-2,9	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,2	-3,4
2008 1° trim.	6,6	-2,4	4,2	3,3	2,0	0,0	1,1	0,3	0,0	0,9	6,6
2° trim.	4,0	-0,3	3,7	3,9	1,8	0,3	1,3	0,4	0,1	-0,3	3,9
3° trim.	2,2	-2,2	0,0	-0,9	-1,6	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	1,8
4° trim.	8,0	-3,0	5,1	5,8	0,8	2,6	0,5	1,9	0,0	-0,8	8,0
2009 1° trim.	11,9	-6,4	5,5	6,5	5,1	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,3	13,2
2° trim.	9,9	-5,7	4,2	3,3	2,5	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,4	9,3
3° trim.	4,7	-6,6	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,5
4° trim.	2,2	-6,3	-4,1	-2,6	-2,6	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-1,3	2,4

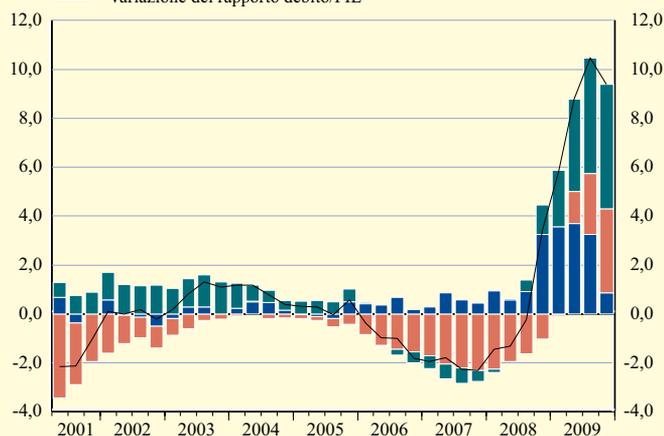
F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

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



F29 Debito (definizione di Maastricht) (variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)

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



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

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



TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti 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	13,5	48,0	49,6	2,9	-87,0	5,0	18,5	-10,7	-73,7	151,5	-63,7	-19,6	-5,1	-7,8
2008	-153,8	-19,1	41,4	-76,6	-99,5	9,8	-144,0	163,2	-198,7	344,1	-62,5	83,7	-3,4	-19,2
2009	-55,8	39,5	31,4	-38,0	-88,7	8,0	-47,8	45,4	-95,7	317,9	39,9	-221,2	4,5	2,4
2009 1° trim.	-37,2	-7,6	1,8	-3,0	-28,4	1,5	-35,8	50,9	-64,6	105,8	15,8	-11,8	5,6	-15,1
2° trim.	-22,0	14,0	6,9	-25,5	-17,3	2,2	-19,8	10,9	0,3	70,8	22,9	-81,7	-1,4	8,9
3° trim.	-3,6	13,8	12,2	-6,7	-22,8	1,4	-2,2	-12,6	-23,7	78,2	-4,5	-62,9	0,3	14,8
4° trim.	7,0	19,4	10,6	-2,8	-20,2	3,0	9,9	-3,8	-7,8	63,1	5,8	-64,8	-0,1	-6,2
2010 1° trim.	-19,6	3,5	5,3	1,2	-29,7	2,7	-16,9	18,1	-26,6	-9,6	3,9	55,1	-4,8	-1,1
2009 apr.	-9,8	4,1	2,0	-6,6	-9,3	1,6	-8,2	18,1	7,7	-5,3	13,0	1,5	1,2	-9,9
mag.	-13,7	2,6	3,0	-12,7	-6,7	0,2	-13,5	9,4	17,5	33,8	9,4	-49,1	-2,2	4,1
giu.	1,5	7,3	1,8	-6,2	-1,3	0,3	1,8	-16,6	-24,8	42,3	0,5	-34,2	-0,4	14,8
lug.	8,1	14,1	3,9	-3,0	-6,9	0,9	9,0	-19,4	7,2	-26,5	6,4	-2,9	-3,7	10,4
ago.	-6,1	-1,9	4,1	0,0	-8,3	0,5	-5,5	-10,8	1,7	25,7	-9,8	-29,2	0,8	16,3
set.	-5,6	1,5	4,1	-3,7	-7,5	0,0	-5,6	17,6	-32,6	78,9	-1,1	-30,8	3,3	-11,9
ott.	-0,2	8,5	4,1	0,5	-13,3	0,2	0,0	1,5	-3,0	8,2	1,8	-4,8	-0,6	-1,5
nov.	-2,4	5,0	1,6	-2,8	-6,1	1,4	-1,0	2,8	-7,4	-6,2	-0,1	15,1	1,4	-1,8
dic.	9,5	5,9	4,9	-0,5	-0,7	1,4	10,9	-8,1	2,7	61,1	4,1	-75,0	-0,8	-2,8
2010 gen.	-14,7	-7,4	0,8	-1,1	-7,1	1,7	-13,0	14,5	-3,1	-0,7	5,1	11,7	1,5	-1,5
feb.	-6,2	5,1	2,0	1,1	-14,3	0,9	-5,3	4,5	0,6	7,5	-0,1	0,1	-3,6	0,7
mar.	1,3	5,7	2,5	1,3	-8,3	0,1	1,4	-1,0	-24,2	-16,3	-1,1	43,2	-2,6	-0,4
apr.	-6,9	3,6	2,8	-5,5	-7,8	-0,2	-7,1	8,2	-11,3	29,9	-0,3	-10,1	0,0	-1,1
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2010 apr.	-35,3	50,1	35,8	-32,6	-88,5	7,4	-27,9	2,6	-76,8	237,6	14,8	-165,9	-7,1	25,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2010 apr.	-0,4	0,6	0,4	-0,4	-1,0	0,1	-0,3	0,0	-0,9	2,6	0,2	-1,8	-0,1	0,3

F30 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale sul PIL)

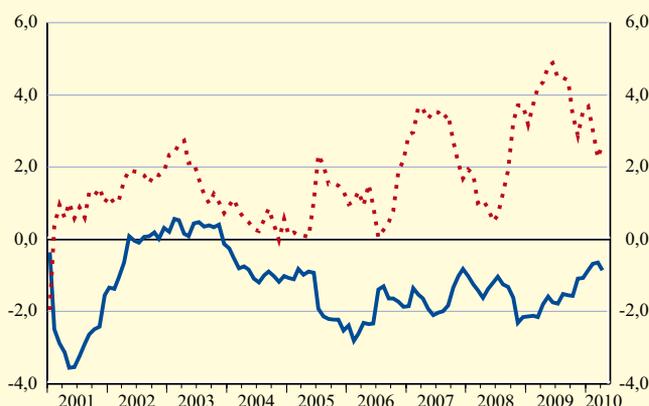
— saldi di conto corrente



F31 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio

(flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)

— investimenti diretti netti
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte:

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

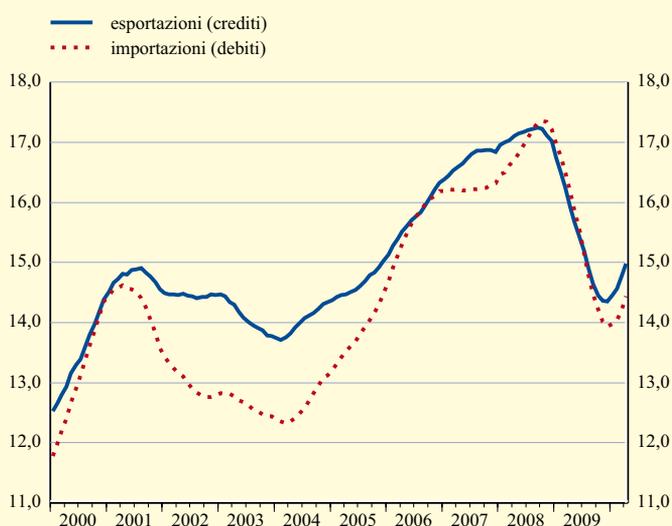
(miliardi di euro; transazioni)

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			
										Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2007	2.702,7	2.689,2	13,5	1.518,0	1.470,1	494,9	445,3	598,7	595,8	91,0	6,4	178,1	20,7	25,7	20,7
2008	2.732,5	2.886,3	-153,8	1.580,4	1.599,5	517,6	476,2	546,1	622,6	88,5	6,7	188,0	21,4	24,2	14,5
2009	2.274,9	2.330,7	-55,8	1.290,1	1.250,5	471,1	439,7	421,0	459,0	92,8	6,1	181,5	21,6	18,9	10,9
2009 1° trim.	557,1	594,4	-37,2	307,5	315,1	110,4	108,6	113,5	116,4	25,8	1,4	54,2	5,0	4,1	2,6
2° trim.	559,5	581,4	-22,0	312,5	298,5	114,8	107,9	111,2	136,7	21,0	1,6	38,3	5,4	4,9	2,8
3° trim.	556,0	559,6	-3,6	322,5	308,7	124,0	111,9	95,1	101,8	14,3	1,6	37,2	5,5	3,9	2,4
4° trim.	602,3	595,3	7,0	347,6	328,2	121,8	111,3	101,2	104,0	31,7	1,5	51,8	5,7	6,0	3,0
2010 1° trim.	573,8	593,4	-19,6	347,7	344,2	107,8	102,4	94,6	93,4	23,7	.	53,4	.	5,3	2,6
2010 feb.	185,0	191,2	-6,2	111,7	106,6	34,2	32,2	30,3	29,2	8,8	.	23,2	.	1,6	0,7
mar.	214,4	213,2	1,3	135,8	130,1	38,5	36,0	35,6	34,3	4,5	.	12,8	.	1,1	1,0
apr.	195,1	202,0	-6,9	122,9	119,4	38,1	35,3	30,1	35,5	4,0	.	11,8	.	0,7	0,9
	Dati destagionalizzati														
2009 3° trim.	551,7	560,1	-8,4	316,2	302,6	115,2	107,1	98,6	108,1	21,8	.	42,3	.	.	.
4° trim.	573,3	581,0	-7,7	331,6	317,6	118,5	108,2	96,7	107,1	26,5	.	48,1	.	.	.
2010 1° trim.	600,2	604,9	-4,7	362,5	351,4	118,1	107,0	97,6	102,1	22,0	.	44,4	.	.	.
2010 feb.	195,1	199,6	-4,5	119,0	113,7	38,7	35,2	32,7	34,2	4,6	.	16,5	.	.	.
mar.	205,7	204,2	1,5	126,5	123,1	40,1	35,6	32,9	33,8	6,2	.	11,7	.	.	.
apr.	199,8	204,9	-5,1	124,5	123,2	40,1	36,6	30,0	32,7	5,2	.	12,5	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2010 apr.	2.303,1	2.335,4	-32,3	1.347,4	1.298,5	468,6	432,7	395,6	427,5	91,4	.	176,7	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2010 apr.	25,6	26,0	-0,4	15,0	14,4	5,2	4,8	4,4	4,8	1,0	.	2,0	.	.	.

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

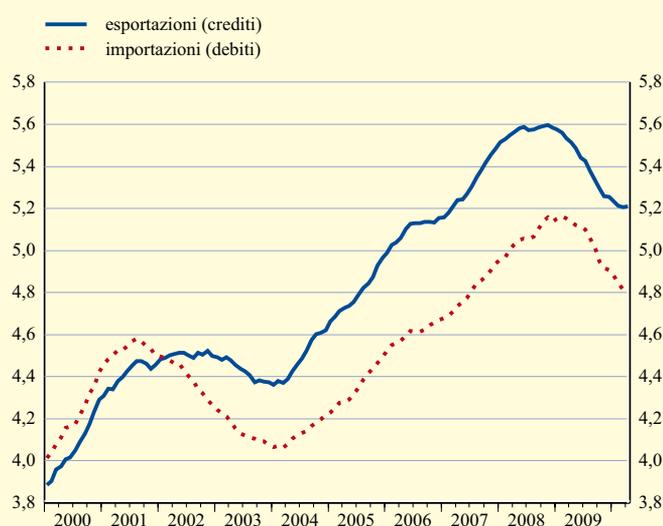
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

F33 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

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



7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni			Su debito			Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti			Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti			Debiti
			1	2											3	4
2007	18,8	10,3	579,9	585,5	208,7	70,9	137,7	44,2	26,6	25,2	45,3	113,7	118,8	111,1	180,5	197,8
2008	18,9	10,4	527,1	612,2	154,4	17,9	147,0	50,0	29,9	24,8	43,0	119,0	125,2	125,3	174,5	196,1
2009	18,9	11,6	402,0	447,4	131,7	23,2	106,5	37,1	20,3	20,8	31,4	80,0	110,2	141,9	108,5	98,3
2008 4° trim.	4,9	2,7	127,8	142,3	35,9	-1,5	36,5	10,1	8,4	6,0	8,4	19,9	31,6	32,7	43,5	47,1
2009 1° trim.	4,7	2,1	108,8	114,4	34,1	7,8	26,7	15,2	5,2	5,1	6,9	13,3	29,4	37,5	33,3	31,9
2° trim.	4,6	2,6	106,6	134,2	33,1	1,5	25,6	4,3	5,6	5,9	10,6	38,8	27,5	36,6	29,8	27,2
3° trim.	4,6	3,5	90,5	98,4	29,0	7,5	25,1	8,5	4,1	4,7	7,1	13,9	27,4	34,8	22,9	19,9
4° trim.	5,0	3,5	96,2	100,5	35,5	6,3	29,1	9,1	5,4	5,0	6,8	14,1	25,9	33,0	22,5	19,3

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2009 al 4° trim. 2009	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	Crediti															
Conto corrente	2.274,9	803,1	45,9	65,9	393,5	234,0	63,7	34,4	30,6	87,0	29,3	46,7	70,3	167,3	306,4	699,8
Beni	1.290,1	429,7	27,7	41,2	183,8	176,8	0,2	18,5	15,7	69,1	21,8	28,8	50,2	83,8	153,2	419,3
Servizi	471,1	157,2	11,1	12,1	101,9	26,6	5,5	7,4	6,5	13,0	5,9	10,6	12,8	48,4	70,4	138,9
Redditi	421,0	148,5	6,5	11,3	96,1	27,1	7,5	8,1	7,6	4,8	1,5	7,1	7,0	28,1	77,6	130,7
Redditi da capitale	402,0	141,8	6,4	11,1	94,5	26,5	3,3	8,1	7,5	4,7	1,5	7,1	6,9	20,9	75,7	127,8
Trasferimenti correnti	92,8	67,8	0,7	1,3	11,8	3,4	50,6	0,4	0,8	0,2	0,1	0,2	0,3	6,9	5,1	10,9
Conto capitale	18,9	14,6	0,0	0,0	0,8	0,2	13,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,5	3,3
	Debiti															
Conto corrente	2.330,7	749,6	40,6	67,3	336,3	207,7	97,6	-	24,6	-	-	85,9	-	157,0	324,9	-
Beni	1.250,5	359,7	26,2	37,0	136,4	160,0	0,0	20,1	10,3	153,4	18,0	41,8	78,3	72,1	121,4	375,5
Servizi	439,7	133,8	7,1	10,4	84,4	31,6	0,2	5,7	5,6	9,7	4,4	7,6	7,5	40,3	94,3	130,7
Redditi	459,0	145,9	6,4	18,8	103,0	11,7	6,0	-	7,0	-	-	36,1	-	38,6	102,2	-
Redditi da capitale	447,4	138,5	6,3	18,7	101,4	6,0	6,0	-	6,9	-	-	36,0	-	38,1	101,4	-
Trasferimenti correnti	181,5	110,1	0,8	1,1	12,5	4,4	91,4	1,4	1,7	2,9	0,7	0,4	0,5	5,9	6,9	50,9
Conto capitale	10,9	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,8	6,6
	Saldo															
Conto corrente	-55,8	53,6	5,3	-1,4	57,2	26,2	-33,9	-	6,0	-	-	-39,2	-	10,2	-18,5	-
Beni	39,5	70,0	1,5	4,2	47,4	16,8	0,2	-1,5	5,4	-84,3	3,8	-13,0	-28,2	11,7	31,8	43,8
Servizi	31,4	23,3	3,9	1,7	17,5	-5,0	5,2	1,7	0,9	3,2	1,6	3,0	5,3	8,1	-23,9	8,2
Redditi	-38,0	2,5	0,1	-7,5	-6,9	15,5	1,5	-	0,6	-	-	-29,0	-	-10,5	-24,6	-
Redditi da capitale	-45,4	3,3	0,1	-7,6	-7,0	20,5	-2,7	-	0,6	-	-	-29,0	-	-17,2	-25,7	-
Trasferimenti correnti	-88,7	-42,4	-0,2	0,2	-0,7	-1,0	-40,8	-1,1	-0,9	-2,6	-0,6	-0,1	-0,2	0,9	-1,8	-40,0
Conto capitale	8,0	12,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	12,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-3,3

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)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,6	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.908,5	15.155,8	-1.247,3	154,4	168,2	-13,8	3.572,8	3.130,7	4.631,6	6.556,5	-26,0	5.382,9	5.468,6	347,2
2008	13.315,2	14.949,2	-1.634,0	143,7	161,4	-17,6	3.744,4	3.217,0	3.763,9	6.078,6	-36,2	5.468,8	5.653,6	374,2
2009 2° trim.	13.309,9	14.845,3	-1.535,4	146,6	163,5	-16,9	4.012,1	3.302,8	3.898,5	6.304,5	-57,8	5.075,6	5.238,0	381,5
3° trim.	13.381,5	14.979,0	-1.597,5	148,6	166,3	-17,7	4.042,1	3.345,1	4.059,8	6.626,7	-60,1	4.908,9	5.007,2	430,8
4° trim.	13.687,5	15.154,8	-1.467,3	152,6	168,9	-16,4	4.138,5	3.386,5	4.209,0	6.816,7	-48,3	4.926,0	4.951,6	462,4
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	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.524,2	1.756,0	-231,9	16,9	19,5	-2,6	419,4	401,3	259,5	606,5	-5,2	829,1	748,1	21,4
2008	-593,3	-206,6	-386,6	-6,4	-2,2	-4,2	171,7	86,3	-867,7	-478,0	-10,2	85,9	185,1	27,0
2009 3° trim.	71,6	133,7	-62,1	3,2	6,0	-2,8	30,0	42,3	161,2	322,2	-2,3	-166,7	-230,8	49,3
4° trim.	306,0	175,8	130,2	13,1	7,6	5,6	96,4	41,4	149,2	190,0	11,8	17,1	-55,6	31,5
Transazioni														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.946,6	1.935,9	10,7	21,6	21,5	0,1	476,5	402,9	438,5	589,9	63,7	962,8	943,1	5,1
2008	464,8	628,0	-163,2	5,0	6,8	-1,8	323,8	125,1	-10,2	333,9	62,5	85,3	169,0	3,4
2009	-164,6	-119,3	-45,4	-1,8	-1,3	-0,5	314,4	218,6	74,2	392,1	-39,9	-508,8	-729,9	-4,5
2009 3° trim.	20,8	8,1	12,6	0,9	0,4	0,6	62,0	38,2	45,6	123,7	4,5	-91,0	-153,8	-0,3
4° trim.	55,9	52,2	3,8	2,4	2,2	0,2	62,8	55,0	38,0	101,1	-5,8	-39,1	-103,9	0,1
2010 1° trim.	157,3	175,3	-18,1	7,1	7,9	-0,8	46,5	19,8	69,9	60,3	-3,9	40,1	95,2	4,8
2009 dic.	-77,5	-85,6	8,1	.	.	.	15,3	17,9	-6,4	54,7	-4,1	-83,1	-158,2	0,8
2010 gen.	79,6	94,0	-14,5	.	.	.	5,8	2,6	30,9	30,2	-5,1	49,5	61,2	-1,5
feb.	42,6	47,2	-4,5	.	.	.	14,4	15,0	9,0	16,5	0,1	15,5	15,7	3,6
mar.	35,1	34,1	1,0	.	.	.	26,4	2,2	30,0	13,6	1,1	-25,0	18,2	2,6
apr.	127,6	135,7	-8,2	.	.	.	15,6	4,3	16,7	46,6	0,3	94,9	84,8	0,0
Altre variazioni														
2005	851,4	749,6	101,7	10,4	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	-422,5	-179,9	-242,5	-4,7	-2,0	-2,7	-57,1	-1,5	-179,0	16,6	-69,0	-133,6	-195,0	16,3
2008	-1.058,0	-834,6	-223,4	-11,4	-9,0	-2,4	-152,1	-38,8	-857,5	-811,8	-72,7	0,6	16,1	23,6
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	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-531,1	-291,5	-239,6	-5,9	-3,2	-2,7	-113,3	-5,9	-219,2	-106,0	.	-185,0	-179,6	-13,7
2008	-40,3	59,3	-99,6	-0,4	0,6	-1,1	-17,3	-0,2	1,8	42,0	.	-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	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	30,7	-16,9	47,6	0,3	-0,2	0,5	5,0	-13,6	-33,0	12,4	.	59,5	-15,7	-0,8
2008	-20,9	191,6	-212,5	-0,2	2,1	-2,3	18,0	87,4	-56,9	102,2	.	25,4	2,0	-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	14,3	-	.	.	.	15,1	14,7	10,0	9,8	.	21,2	20,0	1,6
2008	3,3	4,2	-	.	.	.	9,2	4,0	-0,5	5,3	.	1,6	3,2	1,0
2009 3° trim.	-4,0	-3,0	-	.	.	.	7,9	4,9	-3,0	4,4	.	-12,2	-14,9	-1,1
4° trim.	-1,2	-0,8	-	.	.	.	8,3	6,8	1,9	6,4	.	-9,3	-12,8	-1,2
2010 1° trim.	2,0	1,3	-	.	.	.	6,6	6,2	5,6	6,0	.	-3,7	-7,1	1,3

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	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 3° trim.	4.042,1	3.158,3	259,6	2.898,7	883,8	10,4	873,4	3.345,1	2.517,5	74,7	2.442,8	827,6	15,2	812,4
4° trim.	4.138,5	3.246,9	259,8	2.987,1	891,6	11,0	880,6	3.386,5	2.566,9	76,7	2.490,2	819,6	15,2	804,4
Transazioni														
2008	323,8	195,1	-4,8	199,9	128,7	-0,2	128,9	125,1	93,0	-1,3	94,3	32,1	1,6	30,4
2009	314,4	227,0	22,0	205,0	87,4	3,4	84,0	218,6	212,3	8,1	204,2	6,3	-0,6	6,9
2009 3° trim.	62,0	37,0	-1,6	38,7	24,9	0,3	24,6	38,2	35,4	2,4	33,0	2,8	-1,1	3,9
4° trim.	62,8	64,4	-1,2	65,6	-1,6	1,7	-3,3	55,0	60,9	3,0	57,9	-5,9	0,1	-5,9
2010 1° trim.	46,5	23,9	5,2	18,6	22,6	0,2	22,4	19,8	14,7	0,2	14,5	5,1	0,5	4,7
2009 dic.	15,3	15,6	-1,5	17,1	-0,3	1,2	-1,5	17,9	25,4	4,9	20,5	-7,4	0,3	-7,8
2010 gen.	5,8	7,0	0,2	6,8	-1,3	0,0	-1,3	2,6	4,6	0,4	4,2	-2,0	-2,2	0,3
feb.	14,4	7,4	3,9	3,4	7,0	0,2	6,8	15,0	6,1	0,1	6,0	8,9	4,7	4,1
mar.	26,4	9,5	1,1	8,4	16,9	0,0	16,9	2,2	4,0	-0,2	4,2	-1,8	-2,0	0,3
apr.	15,6	1,7	0,8	0,9	14,0	0,3	13,7	4,3	5,4	0,4	5,0	-1,1	1,5	-2,7
Tassi di crescita														
2007	15,1	14,4	8,3	15,0	18,5	-55,0	18,7	14,7	14,6	8,8	14,7	15,3	6,3	15,4
2008	9,2	6,8	-2,0	7,6	18,9	-2,0	19,1	4,0	3,9	-1,8	4,1	4,5	9,9	4,4
2009 3° trim.	7,9	6,3	8,5	6,1	14,2	13,8	14,2	4,9	7,2	7,1	7,2	-1,9	-5,0	-1,8
4° trim.	8,3	7,6	9,4	7,5	10,9	37,0	10,6	6,8	8,9	11,3	8,8	0,8	-3,7	0,9
2010 1° trim.	6,6	6,5	3,7	6,7	7,3	28,0	7,0	6,2	7,7	10,0	7,6	1,9	-1,9	2,0

F34 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

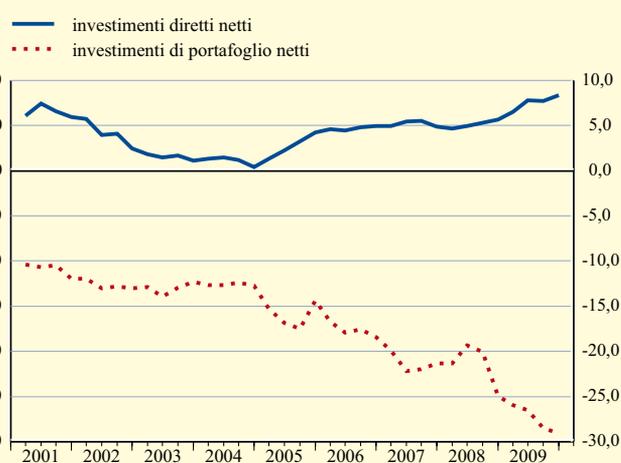
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F35 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM	non IFM		Totale	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		IFM	Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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 3° trim.	4.059,8	1.368,1	75,3	3,1	1.292,8	32,0	2.277,7	926,8	16,8	1.351,0	37,9	413,9	341,9	45,0	72,1	1,5
4° trim.	4.209,0	1.482,0	78,2	3,1	1.403,9	34,4	2.344,9	924,3	17,2	1.420,6	37,0	382,0	324,4	44,9	57,7	2,0
Transazioni																
2007	438,5	64,7	26,7	0,0	38,0	8,2	290,5	148,0	4,9	142,4	3,3	83,3	63,3	26,3	20,0	0,8
2008	-10,2	-103,9	-38,4	0,6	-65,6	-0,2	96,7	44,1	3,2	52,6	2,6	-3,0	26,8	15,1	-29,8	0,4
2009	74,2	46,6	-2,9	-0,2	49,5	1,6	29,3	-103,3	-3,5	132,6	17,2	-1,8	5,4	-12,7	-7,2	1,0
2009 3° trim.	45,6	39,6	3,7	0,0	35,9	0,2	27,4	-7,0	-0,8	34,4	-1,4	-21,4	-10,1	-11,8	-11,2	-0,1
4° trim.	38,0	35,8	-0,6	-0,2	36,3	0,4	25,1	-14,0	-0,5	39,1	-1,5	-22,9	-17,9	1,3	-5,0	0,8
2010 1° trim.	69,9	20,3	7,0	0,0	13,3	.	47,6	2,1	-0,2	45,5	.	2,1	-7,8	-1,4	9,8	.
2009 dic.	-6,4	8,9	1,0	0,1	7,9	.	0,6	-5,6	0,3	6,2	.	-15,9	-11,4	-5,7	-4,4	.
2010 gen.	30,9	-2,9	-0,5	0,0	-2,4	.	14,5	0,4	0,3	14,1	.	19,3	9,8	4,8	9,5	.
feb.	9,0	3,8	1,3	0,0	2,5	.	5,5	-0,4	0,0	5,9	.	-0,3	-1,6	-0,3	1,3	.
mar.	30,0	19,4	6,2	0,0	13,2	.	27,6	2,1	-0,6	25,5	.	-16,9	-15,9	-5,9	-1,0	.
apr.	16,7	5,7	2,7	-0,2	2,9	.	14,3	5,1	0,6	9,2	.	-3,2	-7,5	0,7	4,3	.
Tassi di crescita																
2007	10,0	3,3	22,3	-0,5	2,0	21,3	13,9	16,6	38,9	11,9	23,2	23,9	23,7	272,7	29,4	277,4
2008	-0,5	-6,2	-30,0	24,6	-4,5	-0,5	4,3	4,6	20,4	4,1	15,6	-0,6	9,1	41,9	-32,3	71,6
2009 3° trim.	-3,0	-3,0	-8,6	12,4	-2,6	0,5	-2,5	-10,6	-20,1	4,0	96,8	-6,7	-0,2	-30,8	-31,4	69,4
4° trim.	1,9	3,4	-4,5	-7,2	3,9	5,8	1,2	-10,4	-17,7	10,8	93,2	-1,1	0,9	-22,0	-9,8	73,2
2010 1° trim.	5,6	8,4	13,6	-6,9	8,1	.	6,0	-5,5	-7,7	15,0	.	-5,7	-7,1	-23,9	3,0	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Totale	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario			
						IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	6.556,5	3.272,5	594,6	2.677,9	3.041,1	1.143,5	1.897,6	1.118,5	243,0	141,5	101,5	76,1
2008	6.078,6	2.168,7	640,7	1.528,0	3.466,5	1.263,8	2.202,8	1.357,1	443,3	108,9	334,4	272,9
2009 3° trim.	6.626,7	2.577,5	717,6	1.859,9	3.502,3	1.170,8	2.331,5	1.454,7	546,8	70,4	476,4	420,2
4° trim.	6.816,7	2.719,4	710,9	2.008,5	3.527,3	1.186,7	2.340,6	1.444,7	570,1	99,4	470,7	414,2
Transazioni												
2008	333,9	-107,1	94,8	-201,9	236,3	26,3	210,0	196,7	204,7	-20,1	224,8	194,6
2009	392,1	139,8	6,4	133,4	134,2	-12,4	146,5	137,0	118,1	-2,5	120,6	148,0
2009 3° trim.	123,7	89,5	11,7	77,7	-19,2	-9,1	-10,1	-8,7	53,5	10,0	43,5	59,2
4° trim.	101,1	50,4	-7,1	57,5	42,4	9,3	33,2	20,4	8,3	14,5	-6,2	-4,0
2010 1° trim.	60,3	40,7	13,4	27,3	25,7	18,3	7,4	.	-6,1	5,8	-11,9	.
2009 dic.	54,7	57,2	-0,7	57,8	6,8	2,7	4,1	.	-9,3	21,9	-31,2	.
2010 gen.	30,2	18,3	-0,3	18,6	2,1	25,6	-23,6	.	9,8	-4,3	14,1	.
feb.	16,5	8,8	0,1	8,7	4,6	-13,1	17,7	.	3,1	7,5	-4,4	.
mar.	13,6	13,7	13,7	0,0	19,1	5,8	13,3	.	-19,1	2,6	-21,6	.
apr.	46,6	-2,5	-2,2	-0,3	46,3	16,5	29,7	.	2,8	5,2	-2,4	.
Tassi di crescita												
2007	9,8	5,5	4,4	5,8	13,3	15,5	12,1	13,9	29,6	55,3	10,1	32,0
2008	5,3	-4,7	16,2	-9,8	7,8	2,3	11,1	17,6	81,5	-13,3	215,6	271,7
2009 3° trim.	4,4	-0,1	4,6	-1,3	1,7	-5,6	6,0	11,6	59,5	-23,2	111,6	168,4
4° trim.	6,4	6,0	1,0	8,2	3,9	-1,0	6,6	10,1	26,6	3,2	35,7	54,9
2010 1° trim.	6,0	8,0	2,9	10,0	2,5	1,5	3,0	.	22,5	36,0	20,9	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2007	5.382,9	36,9	35,6	1,4	3.354,4	3.283,2	71,2	107,8	12,7	48,8	13,7	1.883,7	196,2	1.520,0	473,1
2008	5.468,8	28,8	27,7	1,0	3.280,7	3.221,6	59,1	101,0	12,1	40,9	7,2	2.058,3	186,1	1.647,7	461,7
2009 3° trim.	4.908,9	22,8	22,5	0,3	2.823,8	2.790,5	33,3	114,8	11,8	54,0	8,9	1.947,5	191,7	1.524,6	407,1
4° trim.	4.926,0	29,7	29,4	0,3	2.842,1	2.811,5	30,6	122,0	11,8	60,5	10,0	1.932,2	190,1	1.492,2	381,2
Transazioni															
2007	962,8	22,0	22,0	0,0	546,7	539,5	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	401,9	14,1	344,9	54,9
2008	85,3	-9,4	-9,4	0,0	-48,4	-64,8	16,5	-7,0	-1,1	-7,2	-6,0	150,0	2,8	88,3	-41,1
2009	-508,8	-2,4	-2,4	0,0	-414,5	-394,0	-20,5	9,5	-0,3	7,9	1,1	-101,5	1,9	-105,7	-42,8
2009 3° trim.	-91,0	-6,7	-6,7	0,0	-83,6	-81,3	-2,3	0,0	-0,3	0,1	-4,0	-0,6	0,4	2,1	14,7
4° trim.	-39,1	5,5	5,5	0,0	-4,4	-2,3	-2,1	6,6	0,0	6,2	1,1	-46,8	-0,6	-47,5	-41,7
2010 1° trim.	40,1	-7,1	.	.	49,0	.	.	-7,4	.	.	-3,7	5,5	.	.	-0,2
2009 dic.	-83,1	4,1	.	.	-35,6	.	.	3,4	.	.	0,1	-54,9	.	.	-21,6
2010 gen.	49,5	-5,1	.	.	67,7	.	.	-4,1	.	.	-2,9	-9,0	.	.	-5,5
feb.	15,5	-1,7	.	.	6,4	.	.	-1,1	.	.	0,8	12,0	.	.	8,8
mar.	-25,0	-0,3	.	.	-25,0	.	.	-2,2	.	.	-1,6	2,5	.	.	-3,5
apr.	94,9	1,2	.	.	70,5	.	.	4,9	.	.	4,9	18,3	.	.	3,7
Tassi di crescita															
2007	21,2	157,3	173,7	-1,7	18,6	18,8	11,3	-6,5	-9,8	-12,6	-28,6	27,2	7,5	29,6	13,9
2008	1,6	-26,2	-26,9	5,0	-1,4	-2,0	23,4	-6,5	-8,9	-14,7	-43,8	8,0	1,4	5,9	-8,9
2009 3° trim.	-12,2	-42,5	-43,9	4,1	-18,3	-18,4	-23,1	3,5	-4,7	7,8	-13,4	-1,6	-3,8	-1,6	0,6
4° trim.	-9,3	-10,6	-11,7	0,2	-12,6	-12,2	-36,8	8,9	-2,4	16,2	16,1	-5,0	1,0	-6,6	-10,3
2010 1° trim.	-3,7	-4,9	.	.	-4,2	.	.	-3,9	.	.	-67,5	-3,0	.	.	-3,0

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 3° trim.	5.007,2	264,3	263,8	0,6	3.450,3	3.413,6	36,8	59,5	0,0	56,2	3,3	1.233,1	179,4	943,5	110,2
4° trim.	4.951,6	249,6	249,3	0,3	3.394,6	3.356,3	38,3	57,2	0,0	53,6	3,6	1.250,3	181,1	952,3	116,8
Transazioni															
2007	943,1	89,6	89,6	0,0	625,1	620,4	4,6	-1,0	0,0	-2,0	1,0	229,5	10,0	220,5	-1,1
2008	169,0	280,7	280,6	0,1	-178,9	-190,0	11,1	9,4	0,0	10,8	-1,4	57,8	10,9	47,3	-0,4
2009	-729,9	-231,7	-236,5	4,7	-354,3	-343,0	-11,3	-6,9	0,0	-6,7	-0,2	-137,1	0,9	-113,4	-24,5
2009 3° trim.	-153,8	-43,5	-43,7	0,3	-79,5	-80,1	0,6	0,7	0,0	1,2	-0,5	-31,5	1,0	-20,8	-11,7
4° trim.	-103,9	-16,8	-16,5	-0,2	-81,1	-81,9	0,8	-3,9	0,0	-4,4	0,6	-2,1	1,0	4,3	-7,4
2010 1° trim.	105,2	-6,0	.	.	98,4	.	.	4,6	.	.	.	8,3	.	.	.
2009 dic.	24,2	-1,3	.	.	16,6	.	.	0,9	.	.	.	8,0	.	.	.
2010 gen.	61,2	-7,5	.	.	70,5	.	.	-0,1	.	.	.	-1,7	.	.	.
feb.	15,7	3,2	.	.	32,6	.	.	4,7	.	.	.	-24,8	.	.	.
mar.	18,2	-1,7	.	.	-4,7	.	.	0,0	.	.	.	24,7	.	.	.
apr.	84,8	2,2	.	.	90,1	.	.	1,0	.	.	.	-8,4	.	.	.
Tassi di crescita															
2007	20,0	68,1	68,2	-6,9	18,0	18,2	9,2	-1,8	27,4	-4,0	20,7	20,9	6,8	26,4	0,5
2008	3,2	141,3	141,4	20,8	-4,5	-4,9	17,8	18,1	-20,1	23,0	-25,1	4,5	6,8	4,6	-0,9
2009 3° trim.	-14,9	-27,7	-29,0	935,0	-16,3	-16,4	-13,9	11,8	234,7	13,2	-9,0	-8,0	-3,1	-8,8	-8,7
4° trim.	-12,8	-47,9	-48,8	644,2	-9,4	-9,2	-20,3	-11,0	-148,2	-11,4	-6,3	-9,9	0,2	-10,5	-19,7
2010 1° trim.	-7,1	-38,7	.	.	-3,9	.	.	-1,9	.	.	.	-6,8	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP	
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati					
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	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	349,207	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 2° trim.	381,5	229,8	347,563	4,2	11,3	136,2	9,5	6,6	119,9	0,5	99,3	20,0	0,2	0,0	67,6	-65,6	5,4	
3° trim.	430,8	236,1	347,217	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	
4° trim.	462,4	266,0	347,180	50,8	10,0	135,5	12,3	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2	
2010 apr. mag.	521,6	307,5	347,173	53,0	12,5	148,6	9,6	12,0	127,3	-	-	-	-0,3	0,0	28,0	-22,1	53,4	
	569,7	340,6	347,163	55,6	16,0	157,6	5,2	16,5	136,4	-	-	-	-0,5	0,0	36,3	-28,2	55,9	
	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	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-	
2009	-4,5	-2,0	-	0,8	2,7	-5,9	3,7	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-	
2009 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.	0,1	0,0	-	1,0	-2,0	1,2	-0,5	0,5	1,1	0,0	1,5	-0,4	0,1	0,0	-	-	-	
2010 1° trim.	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	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	1,0	-1,3	-	-2,6	105,3	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-	
2009 3° trim.	-1,1	-1,3	-	-2,9	200,8	-6,2	60,3	-70,1	-2,7	1,3	-8,9	34,6	-	-	-	-	-	
4° trim.	-1,2	-0,9	-	-2,0	35,2	-4,0	47,5	-22,6	-7,3	1,0	-12,8	25,6	-	-	-	-	-	
2010 1° trim.	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)										
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5
2007	9.972,8	5.130,6	243,0	3.041,1	157,0	181,0	1.220,2	1.246,8	201,7	5.220,1	2.084,0
2008	10.941,3	5.307,6	443,3	3.466,5	170,2	175,8	1.377,8	1.692,0	482,3	5.124,4	2.264,7
2009 2° trim.	10.625,9	4.890,6	493,7	3.503,7	183,1	164,4	1.390,4	1.856,1	313,4	4.853,8	2.212,2
3° trim.	10.461,0	4.677,0	546,8	3.502,3	179,4	150,8	1.404,6	1.934,4	264,3	4.691,5	2.166,1
4° trim.	10.457,9	4.611,5	570,1	3.527,3	181,1	159,0	1.408,9	1.916,1	249,6	4.680,6	2.202,6
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2
2007	110,6	56,9	2,7	33,7	1,7	2,0	13,5	13,8	2,2	57,9	23,1
2008	118,2	57,3	4,8	37,4	1,8	1,9	14,9	18,3	5,2	55,4	24,5
2009 2° trim.	116,9	53,8	5,4	38,6	2,0	1,8	15,3	20,4	3,4	53,4	24,4
3° trim.	116,1	51,9	6,1	38,9	2,0	1,7	15,6	21,5	2,9	52,1	24,0
4° trim.	116,6	51,4	6,4	39,3	2,0	1,8	15,7	21,4	2,8	52,2	24,6

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

9. 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	-184,8	-91,1	51,1	28,0	-110,4	108,8	-168,6	-6,2	-16,0	-10,2	-131,2	-286,3	-0,4	1,8	354,8
Attività	5.468,8	2.419,7	100,9	83,3	2.020,2	201,8	13,4	25,7	34,0	109,4	276,5	852,5	638,2	58,7	1.054,0
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	2.058,3	673,5	16,4	24,6	597,5	33,3	1,8	8,9	17,7	30,3	111,9	430,2	269,2	0,5	516,2
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	699,2
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 1° trim. 2009 al 4° trim. 2009	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	95,7	46,9	0,6	-2,2	37,0	11,5	0,0	-6,0	4,7	-1,9	3,9	-0,8	37,6	-0,2	11,6
All'estero	314,4	90,7	2,2	10,8	70,4	7,2	0,0	5,5	4,9	-0,4	33,0	66,9	66,9	0,0	46,9
Azioni/utili reinvestiti	227,0	62,7	1,1	8,9	45,4	7,2	0,0	4,8	3,1	0,6	17,4	56,4	51,6	0,0	30,4
Debito	87,4	28,0	1,1	1,9	25,0	0,0	0,0	0,6	1,8	-1,0	15,5	10,6	15,3	0,0	16,6
Nell'area dell'euro	218,6	43,8	1,7	13,0	33,4	-4,3	0,0	11,4	0,2	1,6	29,1	67,7	29,3	0,2	35,4
Azioni/utili reinvestiti	212,3	59,0	0,7	16,7	45,7	-4,1	0,0	12,3	0,3	2,3	15,7	81,4	21,5	0,2	19,6
Debito	6,3	-15,3	0,9	-3,8	-12,3	-0,1	0,0	-0,8	-0,1	-0,7	13,4	-13,7	7,9	0,0	15,7
Investimenti di portafoglio: attività	74,2	56,4	14,4	19,9	-5,3	3,8	23,6	1,1	7,8	-28,2	4,9	14,0	-58,5	0,3	76,5
Azioni	46,6	16,4	0,9	3,2	10,8	1,3	0,1	3,0	8,8	1,9	4,0	11,2	-30,9	0,0	32,2
Strumenti di debito	27,6	40,0	13,5	16,7	-16,1	2,4	23,4	-1,9	-1,0	-30,2	0,8	2,8	-27,6	0,2	44,3
Obbligazioni e note	29,3	40,8	12,4	18,4	-11,4	1,5	19,9	-1,6	-0,7	-25,5	-1,3	-9,3	-20,8	-0,2	47,9
Strumenti di mercato monetario	-1,8	-0,8	1,1	-1,7	-4,7	0,9	3,5	-0,3	-0,3	-4,7	2,1	12,1	-6,8	0,4	-3,6
Altri investimenti	221,2	-11,0	-6,3	-4,1	4,5	-10,8	5,8	4,0	1,0	29,8	25,5	200,5	21,1	11,3	-61,0
Attività	-508,8	-160,6	3,6	0,3	-159,7	-7,4	2,6	-0,5	-1,7	-14,2	-72,7	-144,5	-29,0	-0,3	-85,2
Amministrazioni pubbliche	9,5	7,4	-0,5	4,7	2,3	0,0	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	1,2	1,2
IFM	-416,8	-193,6	5,6	-4,4	-186,1	-8,3	-0,3	-1,6	-4,0	-10,8	-49,9	-66,9	-15,2	-1,5	-73,1
Altri settori	-101,5	25,6	-1,5	0,0	24,1	1,0	2,1	1,1	2,4	-3,3	-22,8	-77,7	-13,5	0,0	-13,3
Passività	-729,9	-149,6	9,9	4,4	-164,2	3,5	-3,2	-4,5	-2,7	-44,0	-98,2	-345,0	-50,0	-11,6	-24,3
Amministrazioni pubbliche	-6,9	-4,3	0,0	0,0	0,6	0,0	-5,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	-2,0	0,3
IFM	-586,0	-127,7	11,4	4,8	-142,3	2,7	-4,2	-3,8	-3,1	-45,0	-98,6	-234,1	-55,0	-9,5	-9,3
Altri settori	-137,1	-17,6	-1,5	-0,4	-22,5	0,8	6,0	-0,8	0,3	1,2	0,7	-110,5	5,0	-0,1	-15,3

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni)

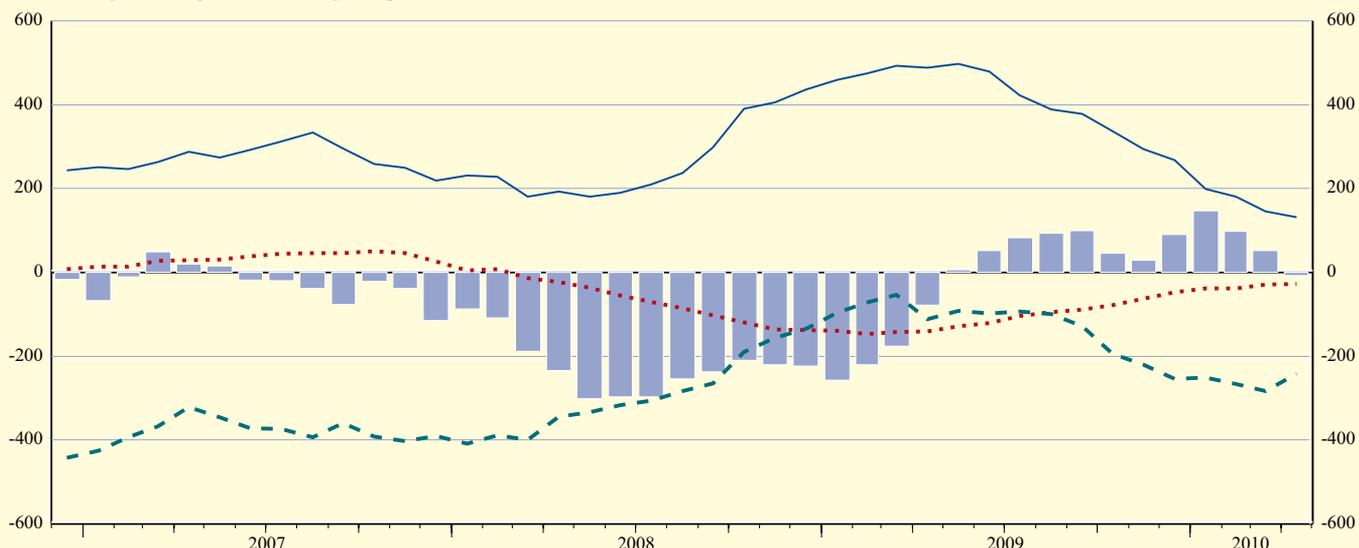
Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	-114,3	25,6	-459,4	395,0	-38,8	-162,6	144,5	218,4	-394,3	228,5	-64,0	-7,4
2008	-224,1	-137,0	-329,3	124,5	65,5	-22,4	-202,2	435,4	-143,8	67,7	-62,4	-20,2
2009	90,4	-47,8	-289,0	211,1	-49,5	-125,4	133,4	267,1	92,0	-143,9	39,9	2,4
2009 1° trim.	-38,4	-35,8	-83,6	36,5	32,5	4,9	-48,1	116,5	-13,3	-48,8	15,8	-15,1
2° trim.	77,9	-19,8	-79,7	85,7	-9,7	-73,1	46,3	90,2	64,5	-58,3	22,9	8,9
3° trim.	3,5	-2,2	-63,3	36,9	-35,9	-23,2	77,7	33,4	0,7	-30,9	-4,5	14,8
4° trim.	47,4	9,9	-62,3	52,0	-36,3	-34,1	57,5	27,0	40,2	-6,0	5,8	-6,2
2010 1° trim.	-77,1	-16,9	-41,0	19,1	-13,3	-55,3	27,3	-4,5	1,9	2,7	3,9	-1,1
2010 apr.	18,1	-8,2	-58,8	72,8	5,3	-45,9	-26,0	42,3	-7,5	41,0	13,0	-9,9
mag.	6,3	-13,5	-5,3	20,6	-1,9	-33,9	26,5	29,9	83,7	-113,4	9,4	4,1
giu.	53,6	1,8	-15,7	-7,6	-13,1	6,7	45,8	18,0	-11,8	14,1	0,5	14,8
lug.	0,6	9,0	-10,8	18,9	-16,5	-21,2	35,3	-33,5	2,2	0,3	6,4	10,4
ago.	20,4	-5,5	-13,9	17,1	-12,1	-22,1	48,3	5,1	9,4	-12,2	-9,8	16,3
set.	-17,5	-5,6	-38,6	0,9	-7,3	20,1	-5,9	61,8	-10,9	-18,9	-1,1	-11,9
ott.	15,0	0,0	-31,0	28,9	-13,5	-12,7	-12,7	43,5	-19,2	31,5	1,8	-1,5
nov.	-3,1	-1,0	-15,7	10,4	-14,9	-19,7	12,4	10,5	7,8	8,9	-0,1	-1,8
dic.	35,5	10,9	-15,6	12,7	-7,9	-1,8	57,8	-27,1	51,6	-46,4	4,1	-2,8
2010 gen.	-11,1	-13,0	-5,5	4,5	2,4	-23,5	18,6	-9,4	13,1	-1,8	5,1	-1,5
feb.	-23,4	-5,3	-10,2	10,1	-2,5	-7,3	8,7	13,3	-10,9	-20,1	-0,1	0,7
mar.	-42,7	1,4	-25,3	4,5	-13,2	-24,5	0,0	-8,4	-0,3	24,7	-1,1	-0,4
apr.	-40,7	-7,1	-14,6	2,3	-2,9	-13,5	-0,3	27,3	-23,2	-7,4	-0,3	-1,1
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2010 apr.	-7,1	-27,9	-202,1	123,3	-103,4	-153,3	234,6	131,1	91,4	-140,8	14,8	25,3

F36 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 merceologica¹⁾
(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: Settore manifatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	3,9	8,1	1.561,6	771,0	337,9	414,0	1.305,0	1.611,3	1.019,2	233,2	333,9	1.022,7	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.275,6	625,5	261,6	352,9	1.061,9	1.259,0	725,6	191,8	313,4	839,3	174,4
2009 2° trim.	-22,9	-26,8	310,3	153,2	63,6	85,2	258,5	305,2	172,7	47,5	77,5	205,3	41,6
3° trim.	-19,6	-25,7	318,8	157,1	64,6	88,6	266,2	313,1	179,7	47,4	78,8	207,5	47,5
4° trim.	-8,6	-14,5	330,2	163,2	67,2	92,5	275,5	320,0	189,3	47,2	78,0	210,9	49,2
2010 1° trim.	12,7	9,1	353,6	175,2	68,2	98,5	292,0	348,2	207,7	51,1	81,2	230,4	52,6
2009 nov. dic.	-5,9 -0,8	-13,8 -5,7	109,8 112,1	53,9 55,3	21,3 23,5	32,0 30,9	90,5 93,6	106,3 109,0	63,4 64,2	15,8 16,2	25,8 26,5	69,8 71,5	16,7 16,5
2010 gen. feb. mar. apr.	3,9 9,9 22,7 18,1	0,7 6,0 20,3 19,3	112,2 116,1 125,4 122,2	56,4 57,6 61,2	20,4 22,4 25,4	31,4 32,2 34,9	91,9 94,3 105,7 100,7	110,4 112,6 125,1 120,6	66,6 67,8 73,3	16,2 16,1 18,8	26,8 26,2 28,2	73,6 73,8 83,1 78,8	17,3 16,0 19,3
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,7	154,2	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,7	-14,6	119,2	114,7	117,8	126,7	115,5	108,7	99,7	113,8	134,9	110,4	97,1
2009 2° trim.	-21,6	-19,3	116,6	113,4	115,0	122,5	112,9	106,2	96,5	110,9	133,6	107,5	97,5
3° trim.	-17,5	-15,9	119,0	115,4	116,2	126,7	116,0	107,0	96,6	114,2	135,4	110,0	95,3
4° trim.	-6,0	-7,9	123,7	119,8	121,7	133,5	120,7	110,5	102,1	114,9	137,5	113,7	95,4
2010 1° trim.	11,3	3,5	129,6	125,3	122,9	138,0	125,7	114,5	105,5	120,1	139,0	120,2	94,0
2009 nov. dic.	-2,9 1,0	-6,2 -2,7	123,9 125,3	118,1 121,5	116,3 126,5	139,8 132,2	119,1 122,5	110,5 111,6	103,0 102,2	115,6 118,0	136,6 139,3	113,1 115,0	95,2 94,3
2010 gen. feb. mar. apr.	3,2 9,0 20,1	-3,6 1,1 12,7	124,3 127,4 137,0	121,6 123,8 130,6	110,9 121,0 136,8	134,0 134,7 145,4	119,4 121,6 136,1	110,5 111,5 121,7	103,6 103,4 109,6	115,9 114,3 130,1	137,0 135,2 144,8	115,8 115,8 129,1	94,7 87,0 100,3

2. Prezzi²⁾
(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	-5,8	-0,8	0,2	-26,5	-3,8
2009 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	-3,3	-4,9	-2,1	-2,9	-2,9	-3,2
2010 1° trim.	102,5	1,3	-0,3	-0,2	0,6	37,8	1,4	107,6	6,1	2,5	-1,1	-0,9	26,7	1,5
2009 dic.	100,6	-0,2	-3,7	-0,6	0,3	33,1	-0,1	103,9	1,9	-2,0	-1,7	-1,9	15,1	-1,0
2010 gen. feb. mar. apr. mag.	101,8 102,6 103,2 104,3 105,3	0,4 1,2 2,3 3,5 4,4	-1,7 -0,4 1,2 3,6 5,6	-0,7 -0,1 0,3 0,2 0,9	0,4 0,4 1,1 1,6 2,6	32,2 36,5 44,4 47,9 35,2	0,5 1,3 2,4 3,6 4,4	106,2 107,3 109,3 112,0 112,8	4,6 5,5 8,1 11,4 11,6	0,5 2,0 5,0 8,4 11,5	-1,4 -1,1 -0,8 -0,3 1,4	-1,2 -1,2 -0,3 0,7 3,0	22,9 25,3 31,8 41,2 33,3	0,4 1,1 2,9 4,6 6,6

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	187,1	309,5	65,7	33,7	100,2	68,1	145,6
2009	1.275,6	27,5	41,1	174,7	177,3	49,4	78,7	34,4	152,2	282,2	68,0	28,7	91,5	53,9	112,8
2008 4° trim.	362,5	8,1	11,5	48,6	52,5	17,8	21,1	8,4	44,3	74,2	15,8	8,1	24,9	17,2	33,8
2009 1° trim.	316,3	7,3	10,0	42,7	43,7	12,7	20,2	7,7	39,4	66,5	15,2	7,1	23,3	13,0	29,8
2° trim.	310,3	6,7	9,8	42,6	42,8	12,1	19,1	8,3	38,3	69,5	16,8	7,0	22,6	12,5	25,9
3° trim.	318,8	6,9	10,5	44,5	44,9	12,1	19,3	9,0	36,4	71,0	17,4	7,2	22,4	14,0	27,8
4° trim.	330,2	6,7	10,8	44,8	45,8	12,5	20,1	9,3	38,1	75,2	18,6	7,4	23,1	14,4	29,3
2010 1° trim.	353,6	6,9	11,7	46,6	47,7	13,5	21,4	10,8	41,5	81,4	22,2	8,0	24,9	16,7	30,8
2010 nov.	109,8	2,2	3,5	14,4	15,2	4,2	6,9	3,1	12,8	24,6	6,3	2,4	7,7	4,8	10,4
dic.	112,1	2,2	3,6	15,3	15,3	4,2	6,7	3,2	12,9	26,1	6,2	2,6	7,8	4,9	9,9
2010 gen.	112,2	2,2	3,7	15,2	15,3	4,1	7,0	3,4	12,8	25,7	6,9	2,6	7,9	4,8	10,0
feb.	116,1	2,3	3,8	14,9	15,6	4,2	6,9	3,6	12,8	26,7	7,4	2,7	8,3	5,8	11,1
mar.	125,4	2,4	4,2	16,4	16,7	5,1	7,4	3,8	15,8	29,0	7,9	2,8	8,7	6,1	9,7
apr.	122,2	.	.	.	.	5,2	7,4	3,8	14,4	28,0	7,5	2,8	8,7	5,7	.
<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	22,1	5,3	2,3	7,2	4,2	8,8
Importazioni (c.i.f.)															
2008	1.611,3	30,7	52,2	164,8	184,9	122,0	70,0	32,4	135,8	481,0	185,3	57,5	141,2	81,7	114,8
2009	1.259,0	26,5	37,8	126,0	162,2	81,4	64,9	26,2	116,0	377,0	159,2	43,0	93,6	59,1	88,1
2008 4° trim.	373,6	7,4	11,5	36,7	43,0	24,8	17,5	7,1	33,2	114,1	47,5	13,2	30,9	20,2	27,3
2009 1° trim.	320,6	6,9	9,5	31,5	39,0	17,8	16,7	6,6	31,8	97,3	41,4	11,5	23,9	14,7	25,0
2° trim.	305,2	6,5	9,0	30,6	39,3	18,1	16,1	6,3	30,2	92,3	39,6	10,2	22,9	14,2	19,9
3° trim.	313,1	6,8	9,7	31,7	41,1	21,8	16,1	6,6	26,0	93,3	39,0	10,8	22,6	14,8	22,5
4° trim.	320,0	6,4	9,6	32,2	42,8	23,7	16,0	6,8	28,0	94,1	39,2	10,5	24,3	15,5	20,7
2010 1° trim.	348,2	6,4	10,4	34,8	44,6	24,3	17,0	7,4	28,8	108,9	46,1	11,7	26,8	16,4	22,4
2009 nov.	106,3	2,1	3,1	10,3	14,1	8,0	5,3	2,3	9,3	31,2	12,9	3,6	8,4	5,3	6,9
dic.	109,0	2,1	3,4	11,0	14,4	7,9	5,5	2,1	9,5	31,8	13,6	3,5	8,5	5,3	7,3
2010 gen.	110,4	2,1	3,2	11,4	14,4	8,2	5,5	2,5	9,6	34,0	13,3	3,8	8,2	5,2	6,1
feb.	112,6	2,1	3,3	11,5	14,8	7,2	5,7	2,3	9,4	34,2	14,2	3,6	8,9	5,4	7,9
mar.	125,1	2,3	3,9	12,0	15,4	8,9	5,8	2,6	9,8	40,7	18,6	4,3	9,7	5,8	8,3
apr.	120,6	.	.	.	.	8,5	5,8	2,5	9,9	38,3	16,4	4,1	10,0	5,8	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,0	12,9	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,6	3,4	7,4	4,7	7,0
Saldo															
2008	-49,7	4,4	1,8	55,7	48,8	-43,5	16,8	10,4	51,3	-171,5	-119,6	-23,8	-41,0	-13,6	30,8
2009	16,6	1,0	3,3	48,7	15,0	-32,0	13,8	8,1	36,2	-94,8	-91,2	-14,3	-2,2	-5,3	24,8
2008 4° trim.	-11,0	0,7	0,1	12,0	9,5	-7,1	3,7	1,3	11,1	-40,0	-31,7	-5,1	-6,0	-2,9	6,6
2009 1° trim.	-4,4	0,4	0,4	11,2	4,7	-5,1	3,5	1,1	7,5	-30,8	-26,2	-4,4	-0,6	-1,7	4,8
2° trim.	5,1	0,2	0,9	12,1	3,5	-6,0	3,0	2,0	8,1	-22,8	-22,8	-3,2	-0,3	-1,7	6,0
3° trim.	5,8	0,1	0,8	12,8	3,8	-9,7	3,2	2,4	10,4	-22,3	-21,6	-3,6	-0,2	-0,8	5,3
4° trim.	10,1	0,3	1,2	12,6	3,0	-11,2	4,1	2,6	10,2	-18,9	-20,6	-3,1	-1,1	-1,1	8,6
2010 1° trim.	5,5	0,5	1,3	11,7	3,0	-10,9	4,4	3,4	12,7	-27,5	-23,9	-3,6	-1,9	0,3	8,4
2009 nov.	3,6	0,1	0,4	4,1	1,1	-3,8	1,6	0,8	3,5	-6,6	-6,6	-1,2	-0,7	-0,4	3,5
dic.	3,2	0,2	0,3	4,3	0,9	-3,7	1,2	1,1	3,3	-5,8	-7,4	-0,9	-0,7	-0,4	2,6
2010 gen.	1,8	0,2	0,5	3,9	0,9	-4,1	1,5	0,9	3,3	-8,3	-6,3	-1,2	-0,3	-0,4	3,8
feb.	3,4	0,2	0,5	3,4	0,8	-3,0	1,2	1,2	3,5	-7,5	-6,8	-0,9	-0,5	0,4	3,2
mar.	0,2	0,1	0,3	4,4	1,3	-3,7	1,6	1,2	6,0	-11,7	-10,8	-1,5	-1,0	0,3	1,4
apr.	1,6	.	.	.	.	-3,4	1,6	1,3	4,5	-10,3	-8,9	-1,3	-1,2	0,0	.

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	102,6	106,8	100,8	113,0	104,2
2008	110,5	110,1	107,4	105,4	112,6	104,6	118,0	107,0
2009	111,7	110,6	105,9	106,3	119,1	106,9	120,6	107,8
2009 2° trim.	111,1	110,2	105,3	106,0	120,1	106,3	119,8	107,4
3° trim.	112,1	110,9	106,2	106,8	118,9	106,8	121,0	108,1
4° trim.	113,8	112,2	107,3	107,5	120,2	109,4	122,5	108,8
2010 1° trim.	108,7	106,9	102,3	102,4	114,5	104,1	116,9	103,2
2° trim.	103,1	101,7	97,3	-	-	-	110,4	97,5
2009 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	107,6	-	-	-	122,9	109,2
dic.	113,0	111,2	106,2	-	-	-	121,7	107,8
2010 gen.	110,8	108,9	104,1	-	-	-	119,1	105,4
feb.	108,0	106,1	101,6	-	-	-	116,2	102,5
mar.	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	101,8
apr.	106,1	104,5	100,2	-	-	-	113,5	100,3
mag.	102,8	101,4	96,9	-	-	-	109,9	97,1
giu.	100,7	99,2	94,8	-	-	-	107,7	95,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2010 giu.	-2,1	-2,1	-2,2	-	-	-	-2,0	-2,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2010 giu.	-10,1	-10,7	-10,7	-	-	-	-10,8	-12,1

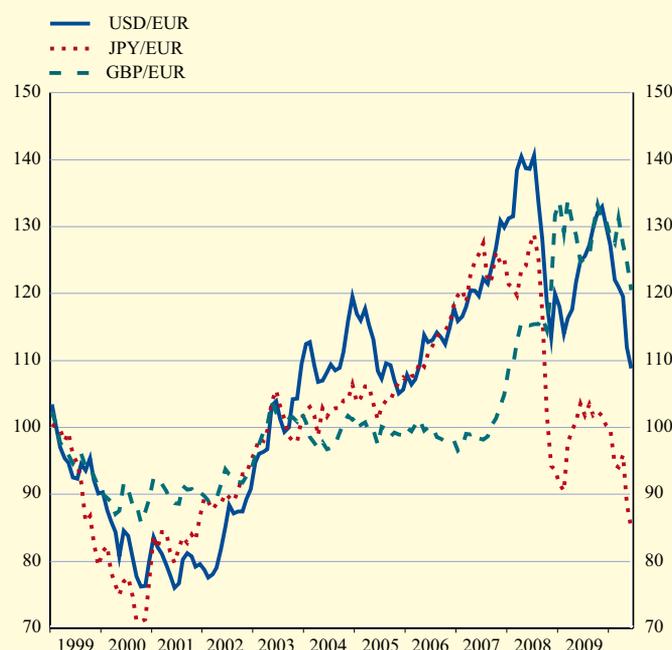
F37 Tassi di cambio effettivi

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



F38 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 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
2° trim.	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1.481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
2009 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
apr.	7,4428	9,6617	0,87456	1,3406	125,33	1,4337	1.494,53	10,4065	1,8505	1,3467	7,9323	1,4463
apr.	7,4413	9,6641	0,85714	1,2565	115,83	1,4181	1.465,81	9,7843	1,7503	1,3060	7,8907	1,4436
giu.	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1.483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 giu.	0,0	-1,0	-3,4	-2,8	-4,2	-2,9	1,2	-2,8	-2,4	-3,0	0,2	-0,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 giu.	-0,1	-11,9	-3,4	-12,9	-18,0	-9,1	-16,1	-12,5	-16,1	-19,6	-11,6	-18,0
	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 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		
2° trim.	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560		
2009 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		
apr.	25,308	15,6466	0,7076	3,4528	265,53	3,8782	1,9558	4,1306	7,2594	1,9983		
apr.	25,663	15,6466	0,7075	3,4528	276,78	4,0567	1,9558	4,1767	7,2630	1,9459		
giu.	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274		
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 giu.	0,5	0,0	0,1	0,0	1,7	1,2	0,0	1,6	-0,6	-1,0		
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 giu.	-2,9	0,0	1,0	0,0	0,4	-8,9	0,0	0,7	-1,0	-11,1		
	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 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
2° trim.	2,2762	8,6717	-	57,9879	11.581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
2009 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
apr.	2,3550	9,1505	-	59,6203	12.101,70	4,2935	16,3957	1,8814	59,788	39,1335	9,8658	43,279
apr.	2,2750	8,5794	-	57,6166	11.517,01	4,0874	15,9856	1,8010	57,315	38,2707	9,6117	40,714
giu.	2,2057	8,3245	-	56,8582	11.169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2010 giu.	-3,0	-3,0	-	-1,3	-3,0	-2,5	-2,8	-1,9	-1,3	-0,3	-2,8	-2,6
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2010 giu.	-19,5	-13,1	-	-15,0	-22,0	-19,2	-16,8	-19,6	-15,6	-12,4	-17,1	-17,2

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 4° trim.	0,9	0,0	0,9	-2,0	-1,3	1,2	4,9	3,8	4,5	2,3	2,1
2010 1° trim.	1,9	0,4	1,9	0,0	-3,9	-0,4	5,8	3,4	4,6	2,7	3,3
2010 mar.	2,4	0,4	2,1	1,4	-4,0	-0,4	5,7	2,9	4,2	2,5	3,4
apr.	3,0	0,9	2,4	2,5	-2,8	0,2	5,7	2,7	4,2	2,1	3,7
mag.	3,0	1,0	1,9	2,8	-2,4	0,5	4,9	2,3	4,4	1,9	3,4
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2007	0,1	-0,7	4,8	2,6	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,5	3,8	-2,8
2008	1,8	-2,7	3,4	-2,7	-4,1	-3,3	-3,8	-3,7	-5,4	2,5	-4,9
2009	-3,9	-5,9	-2,7	-1,7	-9,0	-8,9	-4,0	-7,1	-8,3	-0,5	-11,5
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2007	18,2	29,0	27,4	3,8	9,0	16,9	65,9	45,0	12,6	40,8	44,7
2008	14,1	30,0	34,2	4,6	19,5	15,6	72,9	47,2	13,3	38,3	52,0
2009	14,8	35,4	41,6	7,2	36,1	29,3	78,3	51,0	23,7	42,3	68,1
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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
mar.	5,82	4,02	3,40	-	10,54	5,15	7,16	5,72	7,11	3,20	3,98
apr.	5,94	3,84	3,34	-	10,13	5,15	6,57	5,57	6,97	3,14	3,96
mag.	6,13	4,10	2,93	-	10,13	5,15	7,07	5,74	7,27	2,73	3,60
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo											
2009 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
mar.	4,21	1,43	1,37	1,86	2,33	1,87	6,65	4,13	6,01	0,49	0,65
apr.	4,21	1,42	1,28	1,79	2,14	1,57	6,14	3,69	4,99	0,52	0,66
mag.	4,19	1,27	1,25	1,67	2,26	1,47	6,23	3,85	6,38	0,60	0,70
PIL a prezzi costanti											
2008	6,0	2,5	-0,9	-3,6	-4,2	2,8	0,6	5,1	7,3	-0,4	0,5
2009	-5,0	-4,1	-4,7	-14,1	-18,0	-14,8	-6,3	1,8	-7,1	-5,1	-4,9
2009 3° trim.	-5,4	-4,4	-5,3	-15,6	-19,3	-14,7	-6,8	1,4	-7,1	-5,8	-5,3
4° trim.	-5,9	-3,2	-2,9	-9,5	-16,8	-12,5	-4,6	2,8	-6,5	-1,5	-3,1
2010 1° trim.	-3,6	1,1	-0,6	-2,0	-5,1	-2,6	-0,9	2,8	-2,6	2,9	-0,2
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2008	-23,2	0,2	2,0	-8,4	-11,6	-10,1	-5,9	-3,9	-11,1	9,2	-1,3
2009	-8,0	0,1	3,9	7,4	12,0	7,2	1,5	0,0	-4,0	7,3	-1,1
2009 3° trim.	3,0	-2,0	5,6	10,9	11,9	8,0	2,8	-0,9	-2,8	7,0	-1,6
4° trim.	-7,1	0,9	5,0	9,9	14,8	13,2	2,2	-1,2	-3,9	5,5	-0,2
2010 1° trim.	-6,4	2,1	2,3	4,3	12,6	3,1	2,4	0,2	-6,1	8,2	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL											
2007	100,4	44,5	170,6	111,0	127,6	71,9	115,1	48,4	50,9	176,2	401,3
2008	108,8	50,0	179,0	118,5	129,2	71,6	155,0	56,5	56,0	203,8	431,4
2009 3° trim.	107,8	46,7	191,8	124,0	147,9	82,9	168,8	60,2	66,7	203,2	411,1
4° trim.	111,3	50,8	190,5	126,7	156,6	86,5	163,2	59,3	68,9	203,8	405,0
2010 1° trim.	.	.	.	124,7	161,8	.	.	.	.	205,5	.
Costo del lavoro per unità di prodotto											
2008	16,2	5,1	6,5	14,1	22,0	9,3	4,5	6,8	14,5	2,6	2,8
2009	10,6	3,6	4,5	1,7	-7,1	0,9	1,5	2,3	5,1	4,8	4,9
2009 3° trim.	10,2	2,9	4,8	1,5	-12,9	-6,5	-	4,5	-	5,3	4,5
4° trim.	3,7	2,2	-1,6	-7,5	-20,2	-11,4	-	-3,5	-	0,2	4,0
2010 1° trim.	6,6	-2,7	0,9	-8,9	-19,8	-9,5	-	-	-	-1,1	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	13,8	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2009 4° trim.	8,2	7,4	7,1	15,6	19,8	15,9	10,6	8,9	7,6	8,8	7,8
2010 1° trim.	9,3	7,8	7,1	19,0	20,0	17,4	11,2	9,7	7,4	8,8	7,9
2010 mar.	9,5	7,9	7,1	-	20,0	17,4	11,2	9,9	7,4	8,6	7,9
apr.	9,7	7,6	7,0	-	22,5	.	10,9	9,9	.	9,1	.
mag.	9,7	7,5	6,8	-	.	.	10,4	9,8	.	8,8	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

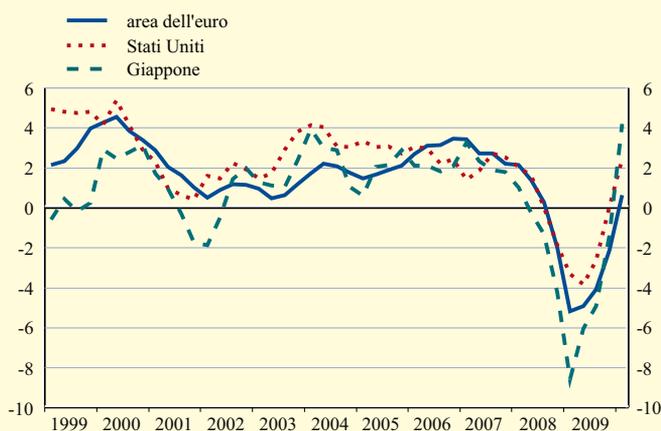
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2006	3,2	2,8	2,7	2,7	4,6	5,3	5,20	5,26	1,2556	-2,2	47,8
2007	2,9	2,3	2,1	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,8	48,4
2008	3,8	1,0	0,4	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,5	56,3
2009	-0,4	-1,9	-2,4	-10,9	9,3	7,8	0,69	4,17	1,3948	-11,1	67,6
2009 2° trim.	-1,2	0,4	-3,8	-14,7	9,3	8,7	0,84	3,95	1,3632	-11,6	62,7
3° trim.	-1,6	-2,7	-2,6	-10,0	9,6	7,8	0,41	3,61	1,4303	-11,6	65,8
4° trim.	1,4	-5,2	0,1	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	67,6
2010 1° trim.	2,4	-4,2	2,4	3,9	9,7	2,0	0,26	4,01	1,3829	-10,9	70,7
2° trim.	.	.	.	.	9,7	.	0,44	3,13	1,2708	.	.
2010 feb.	2,1	-	-	2,9	9,7	2,4	0,25	3,89	1,3686	-	-
mar.	2,3	-	-	5,8	9,7	1,4	0,27	4,01	1,3569	-	-
apr.	2,2	-	-	7,4	9,9	1,6	0,31	3,84	1,3406	-	-
mag.	2,0	-	-	9,4	9,7	1,7	0,46	3,52	1,2565	-	-
giu.	.	-	-	.	9,5	.	0,54	3,13	1,2209	-	-
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	0,4	-5,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2009 2° trim.	-1,0	0,9	-6,0	-27,4	5,1	2,6	0,53	1,41	132,59	.	.
3° trim.	-2,2	1,0	-4,9	-19,4	5,4	2,8	0,40	1,45	133,82	.	.
4° trim.	-2,0	-4,0	-1,4	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 1° trim.	-1,2	.	4,2	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2° trim.	.	.	.	.	.	.	0,24	1,18	117,15	.	.
2010 feb.	-1,1	-	-	31,5	4,8	2,7	0,25	1,43	123,46	-	-
mar.	-1,1	-	-	31,9	5,0	2,7	0,25	1,48	123,03	-	-
apr.	-1,2	-	-	25,9	5,1	2,9	0,24	1,37	125,33	-	-
mag.	-0,9	-	-	20,2	5,2	3,1	0,24	1,37	115,83	-	-
giu.	.	-	-	.	.	.	0,24	1,18	110,99	-	-

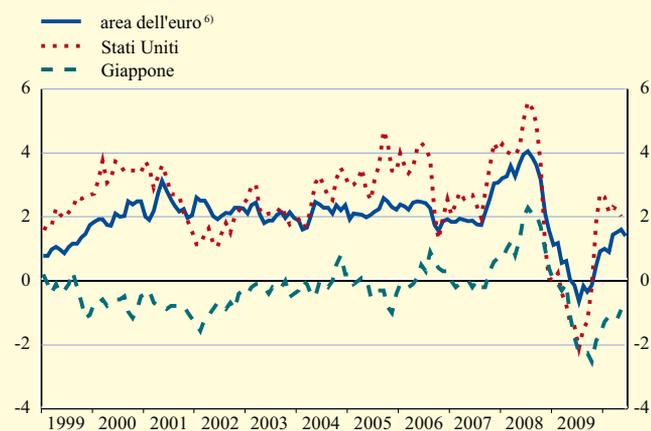
F39 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F40 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) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese non agricole
- 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. la 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	S14
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 stagionalizzati e non stagionalizzati	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	S60
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F30	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F31	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F34	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F35	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F36	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F37	Tassi di cambio effettivi	S73
F38	Tassi di cambio bilaterali	S73
F39	PIL a prezzi costanti	S76
F40	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

$$(a) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$(b) \quad \left(\frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

$$(c) \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$(d) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad

esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(e) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (per le serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2006. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(f) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(g) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della

formula (g). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(h) a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (f) oppure (g).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1 e 3.2 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".

2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i

saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Esse attualmente escludono le altre variazioni nelle attività non finanziarie a causa della indisponibilità di dati.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come totale delle attività finanziarie meno totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Infine, le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività; le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

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 luglio 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 stagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti

nell'area dell'euro in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (ovvero il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono dati sulle transazioni corretti per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE del 1° dicembre 1998 concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie²⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10³⁾.

2) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

3) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio “titoli del mercato monetario” è stata fusa con la voce “obbligazioni” per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nella pubblicazione *Manual on investment fund statistics*. Da dicembre 2008 informazioni statistiche armonizzate sono raccolte e elaborate sulla base del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni

nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non destagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale); 3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario,

sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Si stima che le statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche destagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine. Questi ultimi sono calcolati sull'indice destagionalizzato delle consistenze

nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate

emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad ec-

cezione del tasso *overnight* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson ⁴⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e

sull'occupazione in termini di ore lavorate 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 alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e

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.

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 degli indicatori di costo 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 (tavole 1, 2 e 3 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 4 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 9 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 transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti

diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del *Central Bank Gold Agreement* (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina non comprende Hong Kong. Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consi-

glio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) 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 estero 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 decide 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 decide 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. Fissa inoltre 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 mag-

gio 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, 8 APRILE E 6 MAGGIO 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 rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli).



10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più

lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.



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 aprile e giugno 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.

Rapporto annuale 2009, aprile 2010.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza, maggio 2010.

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.

La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro a dieci anni dall'introduzione dell'euro, maggio 2010.

La "Grande Inflazione": insegnamenti per la politica monetaria, maggio 2010.

Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro, luglio 2010.

L'efficacia delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, luglio 2010.

L'effetto della crisi finanziaria sui paesi dell'Europa centrale e orientale, luglio 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. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel e D. Santabárbara, aprile 2009.
- 103 *Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets*, di R. Ritter, aprile 2009.
- 104 *Fiscal policy challenger in oil-exporting countries: a review of key issues*, di M. Sturm, F. Gurtner e J. González Alegre, giugno 2009.
- 105 *Flow-of-funds analysis at the ECB – framework and applications*, di L. Bê Duc e G. Le Breton, agosto 2009.

- 106 *Monetary policy strategy in a global environment*, di P. Moutot e G. Vitale, agosto 2009.
- 107 *The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*, di S. Cheun, I. von Köppen-Mertes e B. Weller, dicembre 2009.
- 108 *Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview*, di K. Hubrich e T. Karlsson, marzo 2010.
- 109 *Euro area fiscal policies and the crisis*, a cura di A. van Riet, aprile 2010.
- 110 *Protectionist responses to the crisis: global trends and implications*, di M. Bussière, E. Pérez-Barreiro, R. Straub e D. Taglioni, maggio 2010.
- 111 *Main drivers of the ECB financial accounts and ECB financial strength over the first 11 years*, di O. Vergote, W. Studener, I. Efthymiadis e N. Merriman, maggio 2010.
- 112 *Public wages in the euro area: towards securing stability and competitiveness*, di F. Holm-Hadulla, K. Kamath, A. Lamo, J. J. Pérez e L. Schuknecht, giugno 2010.
- 113 *Energy markets and the euro area macroeconomy*, a cura di una *Task Force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2010.
- 114 *The impact of the global economic and financial crisis on central, eastern and south-eastern Europe: a stock-taking exercise*, di S. Gardó e R. Martin, giugno 2010.

RESEARCH BULLETIN

- Research Bulletin n. 8*, marzo 2009.
- Research Bulletin n. 9*, marzo 2010.
- Research Bulletin n. 10*, giugno 2010.

WORKING PAPER SERIES

- 1167 *Macroeconomic forecasting and structural change*, di L. Gambetti, A. D'Agostino e D. Giannone, aprile 2010.
- 1168 *Food price pass-through in the euro area: the role of asymmetries and non-linearities*, di R. Jiménez-Rodríguez, G. Ferrucci e L. Onorante, aprile 2010.
- 1169 *The impact of numerical expenditure rules on budgetary discipline over the cycle*, di F. Holm-Hadulla, S. Hauptmeier e P. Rother, aprile 2010.
- 1170 *Global commodity cycles and linkages: a FAVAR approach*, di M. J. Lombardi, C. Osbat e B. Schnatz, aprile 2010.
- 1171 *The external finance premium in the euro area: a useful indicator for monetary policy?*, di P. Gelain, aprile 2010.
- 1172 *Size, openness and macroeconomic interdependence*, di A. Chudik e R. Straub, aprile 2010.
- 1173 *Market power and fiscal policy in OECD countries*, di A. Afonso e L. F. Costa, aprile 2010.
- 1174 *How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited*, di M. Trabandt e H. Uhlig, aprile 2010.
- 1175 *In dubio pro CES: supply estimation with mis-specified technical change*, di M. A. León-Ledesma, P. McAdam e A. Willman, aprile 2010.
- 1176 *Evolving Phillips trade-off*, di L. Benati, aprile 2010.
- 1177 *Price and trading response to public information*, di M. Malinowska, aprile 2010.
- 1178 *Monetary policy, housing booms and financial (im)balances*, di S. Eickmeier e B. Hofmann, aprile 2010.
- 1179 *Credit supply: identifying balance-sheet channels with loan applications and granted loans*, di G. Jiménez, S. Ongena, J.-L. Peydró e J. Saurina, aprile 2010.
- 1180 *Nominal and real wage rigidities. In theory and in Europe*, di M. Knell, aprile 2010.

- 1181 *Wage setting and wage flexibility in Ireland: results from a firm-level survey*, di M. Keeney e M. Lawless, aprile 2010.
- 1182 *Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?*, di P. Du Caju, G. Kátay, A. Lamo, D. Nicolitsas e S. Poelhekke, aprile 2010.
- 1183 *Labour market institutions and the business cycle: unemployment rigidities vs. real wage rigidities*, di M. Abbritti e S. Weber, aprile 2010.
- 1184 *Costs, demand and producer price changes*, di C. Loupias e P. Sevestre, aprile 2010.
- 1185 *Forecasting with DSGE models*, di K. Christoffel, G. Coenen e A. Warne, maggio 2010.
- 1186 *Modelling anti-inflationary monetary targeting: with an application to Romania*, di M. Sánchez, maggio 2010.
- 1187 *Substitution between domestic and foreign currency loans in central Europe: do central banks matter?* di M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski e J. Niedźwiedzińska, maggio 2010.
- 1188 *Are policy counterfactuals based on structural VARs reliable?*, di L. Benati, maggio 2010.
- 1189 *Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data*, di M. Bańbura e M. Modugno, maggio 2010.
- 1190 *Booms and busts in China's stock market: estimates based on fundamentals*, di G. J. de Bondt, T. A. Peltonen e D. Santabábara, maggio 2010.
- 1191 *Money in monetary policy design: monetary cross-checking in the New Keynesian model*, di G. W. Beck e V. Wieland, maggio 2010.
- 1192 *Financial factors in economic fluctuations*, di L. Christiano, R. Motto e M. Rostagno, maggio 2010.
- 1193 *Should larger reserve holdings be more diversified*, di R. Beck e S. Weber, maggio 2010.
- 1194 *Econometric analysis of high dimensional VARs featuring a dominant unit*, di M. H. Pesaran e A. Chudik, maggio 2010.
- 1195 *The EAGLE: a model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, di S. Gomes, P. Jacquinot e M. Pisani, maggio 2010.
- 1196 *Reputational contagion and optimal regulatory forbearance*, di A. D. Morrison e L. White, maggio 2010.
- 1197 *Investors with too many options*, di D. Dorn, maggio 2010.
- 1198 *Wage and price-setting behaviour of Lithuanian firms*, di E. Virbickas, maggio 2010.
- 1199 *Changes in the wage structure in EU countries*, di R. Christopoulou, J. F. Jimeno e A. Lamo, maggio 2010.
- 1200 *Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data*, di A. Naszodi, maggio 2010.
- 1201 *Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges?*, di I. Hasan, H. Schmiedel e L. Song, giugno 2010.
- 1202 *Involuntary unemployment and the business cycle*, di L. Christiano, M. Trabandt e K. Walentin, giugno 2010.
- 1203 *Cross-border banking and the international transmission of financial distress during the crisis of 2007-08*, di A. Popov e G. F. Udell, giugno 2010.
- 1204 *Banking sector output measurement in the euro area – a modified approach*, di A. Colangelo e R. Inklaar, giugno 2010.
- 1205 *Nelson-Siegel, affine and quadratic yield curve specifications: which one is better at forecasting?*, di K. Nyholm e R. Vidova-Koleva, giugno 2010.
- 1206 *Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence?*, di P. Hiebert e M. Roma, giugno 2010.
- 1207 *Money growth and inflation: a regime switching approach*, di G. Amisano e G. Fagan, giugno 2010.
- 1208 *Reverse causality in global current accounts*, di G. Schnabl e S. Freitag, giugno 2010.

- 1209 *Epstein-Zin preferences and their use in macro-finance models: implications for optimal monetary policy*, di M. Darracq Pariès e A. Loublier, giugno 2010.
- 1210 *Towards a robust monetary policy rule for the euro area*, di T. Blattner e E. Margaritov, giugno 2010.
- 1211 *Efficiency and risk in European banking*, di F. Fiordelisi, D. Marqués-Ibáñez, e P. Molyneux, giugno 2010.
- 1212 *Multimarket trading and the cost of debt: evidence from global bonds*, di L. Petrasek, giugno 2010.
- 1213 *The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach*, di J. Messina, M. Izquierdo, P. Du Caju, C. F. Duarte e N. Lynggård Hansen, giugno 2010.
- 1214 *Detecting and interpreting financial stress in the euro area*, di M. Blix Grimaldi, giugno 2010.
- 1215 *Formal education, mismatch and wages after transition: assessing the impact of unobserved heterogeneity using matching estimators*, di A. Lamo e J. Messina, giugno 2010.
- 1216 *What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonisation, or trade?*, di S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J.-L. Peydró, giugno 2010.
- 1217 *Fiscal policy and growth: do financial crises make a difference?*, di C. Kolerus, H. P. Grüner e A. Afonso, giugno 2010.
- 1218 *Sectoral money demand and the great disinflation in the United States*, di A. Calza e A. Zaghini, giugno 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).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – March 2010, aprile 2010 (disponibile solo online).

Financial integration in Europe, aprile 2010.

Report on the lessons learned from the financial crisis with regard to the functioning of European financial market infrastructures, aprile 2010 (disponibile solo online).

Results of the public consultation on ABS loan-level information in the Eurosystem collateral framework, aprile 2010 (disponibile solo online).

ECB statistics - an overview, aprile 2010 (disponibile solo online).

European statistics provided by the ESCB – the governance structure, aprile 2010 (disponibile solo online).

Memorandum of understanding on the exchange of information among national central credit registers for the purpose of passing it on to reporting institutions, aprile 2010 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – April 2010, maggio 2010 (disponibile solo online).

TARGET Annual Report 2009, maggio 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Paulo Rangel, Member of the European Parliament, regarding structural reforms, maggio 2010.

Financial Stability Review, giugno 2010.

Structural Issues Report 2010 – Energy markets and the euro area macroeconomy, giugno 2010 (disponibile solo online).

Monthly report on the Eurosystem's covered bond purchase programme – May 2010, giugno 2010 (disponibile solo online).

Reinforcing economic governance in the euro area – The ECB Governing Council's proposals to strengthen decisively governance and enforcement structures in the economic policy framework of the euro area, giugno 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to the President of the European Council, Mr Herman Van Rompuy, presenting the ECB Governing Council's proposals for reinforcing economic governance in the euro area, giugno 2010 (disponibile solo online).

Letter from the ECB President to Mr Andreas Mølzer, Member of the European Parliament, regarding questions related to the governance of the euro area, giugno 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.