BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2008
02 | 2008
03 | 2008
04 | 2008
05 | 2008
06 | 2008
07 | 2008
08 | 2008
09 | 2008
10 | 2008
11 | 2008
12 | 2008

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO

BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Nel 2008 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 10 euro

BOLLETTINO MENSILE
AGOSTO 2008

© Banca Centrale Europea, 2008

Indirizzo
Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main - Germany

Indirizzo 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 6 agosto 2008.

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

Stampato nel mese di agosto 2008 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 15

Prezzi e costi 45

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 58

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 65

Riquadri:

1 Collegamenti fra gli andamenti delle attività nette sull'estero delle IFM e quelli di altre contropartite di M3 20

2 Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro 25

3 Andamenti recenti dell'attività di fusione e acquisizione delle società non finanziarie dell'area dell'euro 37

4 Andamento dei profitti nell'area dell'euro 50

5 I risultati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE per il terzo trimestre del 2008 53

6 L'introduzione dell'euro in Slovacchia il 1° gennaio 2009 67

7 L'impatto delle turbolenze finanziarie sui flussi di capitale da e verso l'area dell'euro 72

ARTICOLI

La dimensione esterna dell'analisi monetaria 75

Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria 91

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I

Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal 2007 V

Glossario XIII

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

Secondo la consuetudine della Comunità, i paesi UE sono elencati in questo Bollettino utilizzando l'ordine alfabetico dei nomi dei paesi nelle rispettive lingue nazionali.

EDITORIALE

Nella riunione del 7 agosto 2008, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione precedente hanno ulteriormente avvalorato i motivi della decisione di innalzare i tassi di interesse assunta a luglio. Esse hanno confermato che il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo prolungato e che i rischi per quest'ultima resteranno orientati al rialzo nel medio termine. Questa valutazione è confortata dal perdurare di un'espansione vigorosa della moneta, in assenza sinora di segnali riguardanti limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari. In tale contesto, resta cruciale evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. Gli ultimi dati economici indicano una decelerazione del PIL in termini reali a metà anno, in parte attesa dopo la crescita eccezionalmente sostenuta del primo trimestre. A fronte di ciò, in piena conformità con il suo mandato il Consiglio direttivo rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario della BCE e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo. In questo modo sarà preservato il potere di acquisto a medio termine e si favoriranno la crescita sostenibile e l'occupazione. Sulla base della valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Le informazioni sull'attività economica che si sono rese disponibili dopo il 3 luglio scorso indicano per metà anno un tasso di crescita del PIL in termini reali sensibilmente inferiore rispetto al primo trimestre. Come rilevato in precedenti occasioni, questa evoluzione rappresenta in parte una reazione tecnica alla forte espansione osservata nei primi mesi dell'anno; inoltre, riflette anche in qualche misura il rallentamento del PIL riconducibile a fattori quali la minore espansione a livello mondiale e l'effetto frenante dei prezzi elevati e volatili del petrolio e degli alimentari. È necessario guardare oltre la variabilità dei tassi di crescita trimestrali e degli indicatori mensili per valutare la dinamica di fondo dell'economia dell'area dell'euro ed evitare una visione distorta dalla forte volatilità dei singoli risultati trimestrali.

In questa prospettiva, pur registrando una moderazione, l'espansione economica mondiale dovrebbe continuare a mostrare una relativa capacità di tenuta, grazie in particolare alla crescita vigorosa delle economie emergenti. Questo sarebbe di sostegno alla domanda esterna di beni e servizi prodotti nell'area dell'euro. Per quanto concerne l'evoluzione interna, su un orizzonte di medio periodo l'area dell'euro è caratterizzata da variabili fondamentali solide e non presenta squilibri di rilievo. L'incremento degli investimenti esercita un persistente, seppure in diminuzione, effetto di stimolo all'attività economica. Inoltre, l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo, e i tassi di disoccupazione si mantengono su livelli storicamente bassi. Tuttavia questi andamenti, che sostengono il reddito disponibile e i consumi delle famiglie, non compenseranno probabilmente appieno la perdita di potere d'acquisto causata dai rincari dei prodotti energetici e alimentari.

Il Consiglio direttivo ritiene che queste prospettive per l'attività economica continuino a essere circondate da notevole incertezza, considerati fra l'altro i livelli molto elevati e variabili dei prezzi delle materie prime e le perduranti tensioni nei mercati finanziari. Nel complesso prevalgono rischi al ribasso, che derivano in particolare dall'effetto frenante su consumi e investimenti di ulteriori rincari imprevisti dei prodotti energetici e alimentari. Inoltre, tali rischi seguitano a essere associati all'eventualità che le tensioni nei mercati finanziari abbiano sull'economia reale ricadute più negative di quanto anticipato attualmente. Infine, anche i possibili andamenti disordinati legati agli squilibri mondiali comportano rischi al ribasso per lo scenario di crescita,

al pari dei timori circa il manifestarsi di spinte protezionistiche. A questo riguardo, l'insuccesso dei recenti negoziati sulla liberalizzazione dell'interscambio, condotti dall'Organizzazione mondiale del commercio nell'ambito del Doha Round, rappresenta un notevole regresso.

Passando ai prezzi, dall'autunno scorso il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC risulta considerevolmente superiore al livello coerente con la stabilità dei prezzi; a giugno ha raggiunto il 4,0 per cento e a luglio si collocherebbe, secondo la stima rapida dell'Eurostat, al 4,1 per cento. Questi preoccupanti livelli di inflazione sono ampiamente riconducibili agli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei beni energetici e alimentari registrati in passato su scala mondiale. Nel contempo, mentre la produttività del lavoro ha rallentato, vi sono alcune indicazioni di un'accelerazione del costo del lavoro negli ultimi trimestri. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, è probabile che il tasso di inflazione si mantenga per qualche tempo ben al di sopra di un livello coerente con la stabilità dei prezzi, per poi registrare soltanto una graduale moderazione nel 2009.

I rischi per la stabilità dei prezzi restano chiaramente orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo rilevante per la politica monetaria e sono aumentati negli ultimi mesi. In particolare includono la possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari e di crescenti effetti indiretti sui prezzi al consumo. Vi sono fortissimi timori che il processo di formazione dei salari e dei prezzi possa acuire le pressioni inflazionistiche attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Il Consiglio direttivo segue con particolare attenzione il processo di formazione dei prezzi e le trattative salariali all'interno dell'area dell'euro. Rischi al rialzo potrebbero inoltre scaturire da aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

È quindi indispensabile assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restino saldamente ancorate su livelli in linea con la stabilità dei prezzi. La variazione dei prezzi relativi e il connesso trasferimento di reddito dai paesi importatori di materie prime ai paesi esportatori richiede un mutamento del comportamento di famiglie e imprese. Occorre pertanto evitare che il processo di formazione dei salari e dei prezzi risenta di effetti di secondo impatto generalizzati derivanti dal rincaro dei prodotti energetici e alimentari. Tutte le parti coinvolte, nei settori sia pubblico che privato, devono mostrare senso di responsabilità in merito. A tale riguardo, il Consiglio direttivo ha espresso più volte timori circa l'esistenza di forme di indicizzazione delle retribuzioni nominali ai prezzi al consumo, che comporterebbero il rischio di shock al rialzo sull'inflazione; ciò innescherebbe una spirale salari-prezzi con ricadute negative sull'occupazione e sulla competitività nei paesi interessati. Il Consiglio direttivo chiede quindi che siano evitate tali forme di indicizzazione.

L'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. In linea con la strategia di politica monetaria della BCE, il Consiglio direttivo ritiene che il persistente vigore di fondo dell'espansione della moneta e del credito nell'area dell'euro negli ultimi anni abbia originato rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Nei trimestri recenti questi rischi sembrano essersi manifestati in un contesto in cui l'inflazione ha mostrato una tendenza al rialzo. L'analisi monetaria, anche a fronte delle perduranti tensioni nei mercati finanziari, contribuisce a sostenere il necessario orientamento di medio periodo della politica monetaria incentrando l'attenzione sui rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine. La crescita dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra qualche segnale di moderazione, di riflesso anche alle misure di politica monetaria prese dal 2005 al fine di contrastare i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi; tuttavia, il ritmo sostenuto dell'espansione di fondo della moneta indica il perdurare di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. L'attuale curva dei rendimenti ha indotto incrementi molto rapidi dei depositi a termine e una sensibile riduzione del tasso di crescita sui dodici mesi di M1. Questi effetti e altri fattori di natura temporanea vanno tenuti in

considerazione nel valutare gli andamenti monetari. Nel complesso, un'analisi di ampio respiro dei dati, che richiede un'opportuna prospettiva di medio periodo, conferma il vigore di fondo della crescita della moneta.

Uno dei principali fattori che fanno pervenire a questa conclusione è l'espansione tuttora elevata dei prestiti delle IFM al settore privato, la quale contribuisce al vigore della crescita monetaria. Il ritmo di incremento, le scadenze e la composizione settoriale del debito bancario suggeriscono che nell'insieme dell'area dell'euro la disponibilità di credito non ha sinora risentito delle perduranti tensioni finanziarie in misura significativa. L'innalzamento dei tassi di interesse a breve termine e la debolezza dei mercati degli immobili residenziali in diverse regioni dell'area hanno attenuato l'espansione dell'indebitamento delle famiglie negli ultimi anni. Per converso, malgrado il deterioramento delle condizioni di finanziamento e la moderazione della crescita economica, l'espansione del credito bancario alle società non finanziarie è rimasta fino ad ora molto vivace.

In sintesi, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma chiaramente la valutazione secondo cui esistono crescenti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine. Il tasso di inflazione sui dodici mesi si manterrà probabilmente ben al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi, e gli aggregati monetari continuano a crescere a ritmi sostenuti, in assenza sinora di segnali riguardanti limitazioni significative nell'offerta di prestiti bancari. Gli ultimi dati economici indicano una decelerazione del PIL in termini reali a metà anno, in parte attesa dopo la crescita eccezionalmente sostenuta del primo trimestre. In tale contesto, resta cruciale evitare effetti di secondo impatto generalizzati nel processo di formazione di salari e prezzi. In piena conformità con il suo mandato, il Consiglio direttivo rileva che il mantenimento della stabilità dei prezzi a medio termine costituisce l'obiettivo primario e sottolinea la sua forte determinazione a mantenere il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione in linea con la stabilità dei prezzi nel medio e nel lungo periodo, preservando in questo modo il potere di acquisto a medio termine e favorendo la crescita sostenibile e l'occupazione nell'area dell'euro. Sulla base della valutazione del Consiglio direttivo, l'attuale orientamento di politica monetaria concorrerà al raggiungimento dell'obiettivo della BCE. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto concerne le politiche fiscali, vi è il rischio che quest'anno alcuni paesi non raggiungano gli obiettivi di bilancio. In tale situazione è d'importanza cruciale attuare in maniera rigorosa i piani di bilancio ed evitare sconfinamenti di spesa. I programmi di finanza pubblica per il 2009, attualmente in fase di completamento in diversi paesi, devono riflettere gli impegni presi a livello europeo. In particolare, è necessario che i paesi con disavanzi tuttora elevati elaborino piani di riduzione del deficit ambiziosi e concreti, sostenuti da misure ben definite, preferibilmente dal lato della spesa. L'esistenza di margini di manovra nel bilancio permette agli stabilizzatori automatici di contribuire ad attenuare le fluttuazioni del ciclo economico.

Passando alle politiche strutturali, le misure volte a ridurre i costi di aggiustamento e promuovere una crescita moderata del costo del lavoro per unità di prodotto rivestono la massima importanza, in specie nell'attuale contesto caratterizzato da elevata inflazione e rallentamento del PIL in termini reali. Tali misure contemplano la rimozione degli ostacoli alla concorrenza nel settore dei servizi in generale e in particolare nei diversi stadi della catena di approvvigionamento alimentare nei comparti del commercio al dettaglio e della distribuzione, nonché nel settore dell'energia. Mercati del lavoro più flessibili e maggiore investimento in istruzione e formazione migliorerebbero del pari la produttività, accrescendo in tal modo il margine per un incremento dei redditi reali.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo verte sulla dimensione esterna dell'analisi monetaria della BCE e prende in consi-

derazione, in particolare, i flussi transfrontalieri di portafoglio e i loro effetti sull'allocazione degli investimenti a livello internazionale, al fine di valutare gli andamenti monetari di fondo indicativi di rischi inflazionistici di medio-lungo periodo. Il secondo si incentra sul ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e analizza inoltre le implicazioni per quest'ultima dei recenti mutamenti del panorama finanziario e soprattutto bancario.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

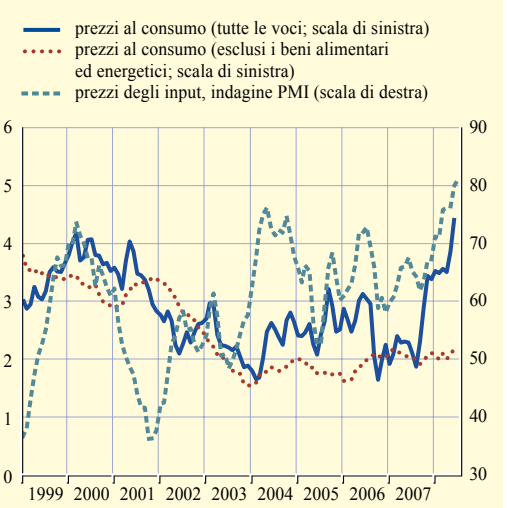
L'attività mondiale, sebbene frenata dalla debolezza economica negli Stati Uniti, dalle ripercussioni globali delle perduranti tensioni sui mercati finanziari e dagli elevati prezzi dei beni energetici e alimentari, dovrebbe mantenersi robusta. Il rallentamento riguarda soprattutto le economie sviluppate, mentre nei mercati emergenti la crescita resta sostenuta. In giugno l'inflazione al consumo complessiva nei paesi dell'OCSE è salita al suo livello massimo dal marzo 2000, a causa dei forti rincari del petrolio e delle materie prime non energetiche. Per le prospettive di crescita mondiale continuano nell'insieme a prevalere rischi di indebolimento.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'attività mondiale, sebbene frenata dalla debolezza economica negli Stati Uniti, dalle ripercussioni globali delle perduranti tensioni sui mercati finanziari e dagli elevati prezzi dei beni energetici e alimentari, dovrebbe mantenersi robusta. Il rallentamento riguarda soprattutto le economie sviluppate, mentre nei mercati emergenti la crescita economica rimane sostenuta. In luglio, per il secondo mese consecutivo, l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti si è collocato a 49, un livello inferiore al valore soglia tra espansione e contrazione dell'economia fissato a 50 punti e che pertanto indica un calo dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

Figura I Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indice di diffusione)



Fonti: OCSE e Markit.

L'inflazione al consumo complessiva nei paesi dell'OCSE è salita in giugno al suo livello massimo dal marzo 2000, per effetto dei pronunciati rincari del petrolio e delle materie prime non energetiche. In giugno il tasso di incremento dei prezzi al consumo è salito al 4,4 per cento sui dodici mesi, contro il 3,9 di maggio (cfr. figura 1), e quello calcolato al netto della componente alimentare ed energetica si è portato al 2,2 per cento (dal 2,1 del mese precedente). I risultati delle indagini congiunturali sui prezzi mondiali degli input indicano che l'inflazione da costi rimane elevata e questo implica un proseguimento delle pressioni al rialzo sui prezzi nel breve periodo.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti il ritmo di espansione dell'attività economica ha registrato una lieve ripresa nel secondo trimestre di quest'anno, pur restando inferiore alla media di lungo periodo. In base alle stime preliminari, la crescita del PIL in termini reali è salita all'1,9 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno), dallo 0,9 del primo trimestre (cfr. figura 2). Ciò ha riflesso il forte contributo positivo delle esportazioni nette e una lieve accelerazione della spesa per consumi personali, poiché il reddito disponibile delle famiglie è migliorato sulla scia delle recenti misure di stimolo fiscale. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a contrarsi, sebbene la flessione sul trimestre precedente sia stata inferiore rispetto al passato. Le revisioni dei dati rivelano che negli ultimi tre anni la crescita del PIL è stata lievemente inferiore a quanto stimato in precedenza e che nel quar-

to trimestre del 2007 l'economia ha subito una leggera contrazione.

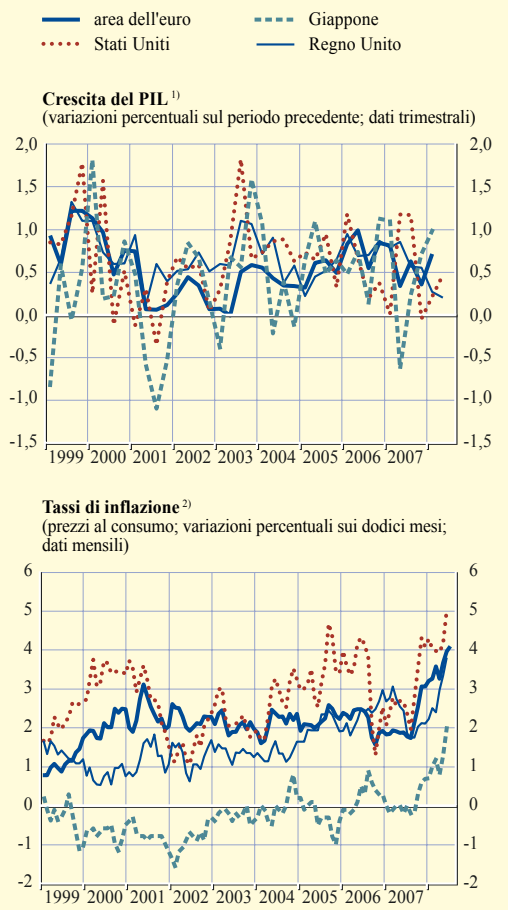
Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salito al 5,0 per cento in giugno (dal 4,2 di maggio) – il suo livello più elevato degli ultimi 17 anni – come conseguenza del recente aumento dei costi dei beni energetici, che oggi contribuiscono per circa la metà al suddetto tasso. In giugno l'inflazione di fondo sui dodici mesi (misurata sull'IPC al netto della componente alimentare ed energetica) è rimasta sostanzialmente stabile al 2,4 per cento, un valore corrispondente alla sua media della prima metà del 2008.

Il 5 agosto il Federal Open Market Committee ha deciso di mantenere invariato al 2,0 per cento il tasso obiettivo sui *federal funds*. Inoltre, la Federal Reserve ha recentemente annunciato ulteriori misure intese ad accrescere l'efficacia delle sue operazioni di immissione di liquidità, motivandole con la perdurante fragilità dei mercati finanziari.

GIAPPONE

Per quanto concerne il Giappone, i segnali di riduzione dell'attività sono stati confermati dai dati recenti. In giugno la produzione industriale è scesa del 2 per cento sul mese precedente e questo ha concorso a determinare una crescita negativa della stessa nel secondo trimestre (-0,7 per cento sul periodo precedente). I dati segnalano anche una lieve debolezza dei consumi nell'intero trimestre.

Figura 2 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.

Secondo l'indagine Tankan di giugno, le condizioni economiche sono peggiorate. L'indice di diffusione del clima di fiducia delle imprese di grandi e piccole dimensioni è calato sia nel settore manifatturiero sia in quello non manifatturiero. Il calo ha riguardato tutte le categorie, ma soprattutto le grandi imprese manifatturiere.

L'inflazione misurata sull'IPC è salita dall'inizio dell'anno, principalmente a causa degli aumenti dei prezzi delle materie prime. In giugno il tasso sui dodici mesi si è portato al 2 per cento, dall'1,3 di maggio, raggiungendo il limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla Banca del Giappone. L'aumento è stato trainato in particolare dai rincari dei beni alimentari e del petrolio. Al netto della componente alimentare ed energetica, i prezzi sono saliti dello 0,1 per cento sui dodici mesi.

Nella riunione del 15 luglio la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato allo 0,50 per cento l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la stima preliminare della crescita del prodotto (0,2 per cento sul trimestre precedente) nel secondo trimestre ha confermato il rallentamento in corso. La minore espansione delle vendite al dettaglio (0,6 per cento nel secondo trimestre, contro l'1,7 in quello precedente) segnala una moderazione dei consumi privati e riduce pertanto il divario tra le statistiche ufficiali e gli indicatori delle indagini congiunturali. Il prodotto del settore delle costruzioni è diminuito e i prezzi delle abitazioni hanno continuato a scendere nel secondo trimestre. A giugno l'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni era inferiore dell'8,7 per cento rispetto a un anno prima. Dato il livello basso e calante degli indicatori del clima di fiducia, e in particolare di quelli relativi alle vendite al dettaglio e alle costruzioni, la crescita del prodotto dovrebbe mantenersi modesta nei prossimi trimestri. Shock dal lato dei prezzi dei prodotti energetici e dei beni alimentari hanno continuato a sospingere verso l'alto i prezzi al consumo e alla produzione. In giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è salita al 3,8 per cento e i prezzi alla produzione sono aumentati del 10,0 per cento sui dodici mesi.

Il 7 agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha deciso di mantenere il tasso di riferimento ufficiale invariato al 5,00 per cento per la quarta riunione consecutiva.

ALTRI PAESI EUROPEI

Nella maggior parte degli altri grandi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, la crescita del PIL si è moderata nel primo trimestre e l'inflazione è rimasta elevata o è aumentata ulteriormente in giugno.

Nel primo trimestre il tasso di variazione del PIL in termini reali sul periodo precedente si è ridotto notevolmente in Danimarca (scendendo a -0,6 per cento). In Svezia, la crescita nel secondo trimestre del 2008 si è attestata allo 0,0 per cento. In entrambe le economie, le vendite al dettaglio sono rimaste pressoché invariate nei tre mesi fino a maggio rispetto ai tre mesi precedenti e gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio sono diminuiti ulteriormente in luglio. A giugno l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha raggiunto nuovi massimi, al 4,2 per cento in Danimarca e 4,1 per cento in Svezia. In entrambi i paesi, i rincari dei beni alimentari ed energetici sono rimasti i principali fattori alla base dell'aumento dello IAPC.

L'attività economica ha mostrato alcuni segnali di indebolimento nella Repubblica Ceca e in Polonia, dove la crescita del PIL sul periodo precedente è scesa rispettivamente allo 0,9 e 1,4 per cento nel primo trimestre. In Romania il prodotto ha invece evidenziato un'espansione molto robusta, pari all'8,2 per cento sul periodo corrispondente. In Ungheria il ritmo di incremento del PIL sul periodo precedente è rimasto stagnante, allo 0,3 per cento. Nei mesi fino a luglio gli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese del commercio al dettaglio hanno mostrato segnali di deterioramento nelle suddette economie a eccezione dell'Ungheria, dove sono invece migliorati. L'inflazione è rimasta elevata in tutti e quattro i paesi. In giugno il tasso misurato sullo IAPC è salito all'8,7 per cento in Romania, soprattutto a causa dell'aumento dei prezzi dei prodotti energetici. In Polonia si è mantenuto pari al 4,3 per cento per il terzo mese consecutivo, poiché gli effetti del rincaro dei beni energetici sono stati controbilanciati da lievi ribassi degli altri beni. Nella Repubblica Ceca e in Ungheria l'inflazione complessiva si è moderata (al 6,6 per cento in entrambi i paesi), in quanto sono venuti meno alcuni effetti dei rincari della metà dello scorso anno.

Il 31 luglio la Banca Națională a României ha innalzato il tasso di riferimento per la politica monetaria di 25 punti base, al 10,25 per cento. Il 7 agosto la Česká národní banka ha deciso di abbassare il suo tasso ufficiale di 25 punti base, al 3,5 per cento.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia, i dati disponibili continuano a segnalare una robusta espansione dell'attività economica. In gran parte delle economie, l'indebolimento della domanda mondiale ha finora esercitato un impatto negativo solo limitato sulla crescita delle esportazioni poiché il minore contributo delle esportazioni nette è stato compensato in larga misura dal vigore della domanda interna. Nel contempo, le spinte inflazionistiche – alimentate soprattutto dai prezzi elevati dei beni alimentari e delle materie prime – sono rimaste forti e i tassi di interesse reali sono diventati negativi in gran parte dei paesi della regione.

In Cina la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa lievemente nel secondo trimestre, al 10,1 per cento, dal 10,6 del trimestre precedente. Il calo è riconducibile alla domanda estera e, in misura inferiore, agli investimenti; i consumi privati sono invece rimasti robusti. L'impennata delle importazioni in termini di valore, trainata dall'aumento dei prezzi delle materie prime, e la decelerazione delle esportazioni hanno determinato un avanzo commerciale di 99 miliardi di dollari statunitensi nella prima metà del 2008, inferiore del 12 per cento al livello registrato nello stesso periodo dell'anno scorso. L'inflazione misurata sull'IPC è scesa ulteriormente in giugno, al 7,1 per cento, principalmente a causa dei ribassi della carne. I prezzi alla produzione hanno tuttavia continuato a salire più rapidamente di quelli al consumo. Ciò è indicativo di forti pressioni sui prezzi nella catena produttiva, determinate soprattutto dai rincari delle materie prime.

AMERICA LATINA

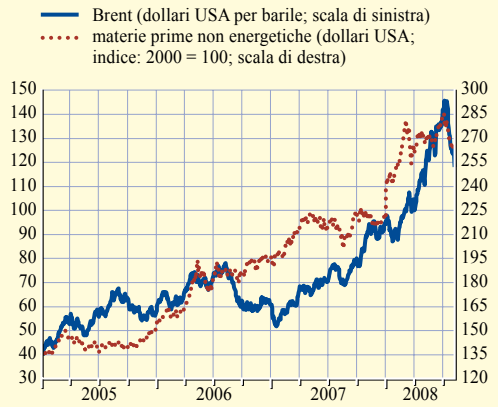
In America latina il ritmo di crescita dell'attività economica si è moderato, ma le spinte inflazionistiche restano forti. Per quanto concerne il Brasile, in maggio la produzione industriale è aumentata di appena il 2,4 per cento sui dodici mesi e in giugno l'inflazione al consumo ha raggiunto il 6 per cento sul mese corrispondente. In risposta all'aumento dell'inflazione effettiva e di quella attesa, il 23 luglio il Banco Central do Brasil ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 75 punti base, al 13 per cento. In Argentina, i vincoli dal lato dell'offerta di beni energetici e gli scioperi degli agricoltori hanno frenato l'attività economica. Di conseguenza, la produzione industriale a giugno è aumentata di appena l'1,6 per cento sui dodici mesi. L'inflazione al consumo è rimasta elevata, al 9,3 per cento sui dodici mesi. Infine, l'attività è stata debole anche in Messico, dove a giugno la produzione industriale è scesa dello 0,5 per cento sui dodici mesi. Le spinte inflazionistiche non sono tuttavia venute meno e nello stesso mese l'inflazione complessiva ha raggiunto il 5,3 per cento. Di conseguenza, il 18 luglio il Banco de México ha innalzato il tasso *overnight* di 25 punti base (all'8 per cento).

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Nelle prime due settimane di luglio i corsi petroliferi hanno continuato a impennarsi e il 4 del mese hanno raggiunto un massimo a 145,7 dollari statunitensi. Nel periodo successivo sono scesi e il 6 agosto erano pari a 118,0 dollari (cfr. figura 3), un livello ancora superiore del 25 per cento (19 per cento circa se espresso in euro) rispetto agli inizi dell'anno. La correzione è stata innescata dalla pubblicazione di dati migliori del previsto sulle scorte statunitensi, che restano tuttavia molto basse. Gli operatori si attendono prezzi a medio termine di circa 120 dollari per dicembre 2009.

Un esame dei fondamentali economici suggerisce tuttavia che la situazione resta tesa e che i rischi di futuri aumenti dei prezzi sono ancora elevati, soprattutto tenuto conto della recente sensibilità alle notizie sull'equilibrio tra domanda e offerta e sul contesto geopolitico. Dal lato della domanda, il rallentamento delle importazioni dei paesi dell'OCSE continua ad essere controbilanciato dalla robusta crescita della domanda nelle economie in via di sviluppo. I prezzi più elevati rendono i sussidi energetici di diversi paesi emergenti un onere sempre più insostenibile nel lungo periodo. Alcune

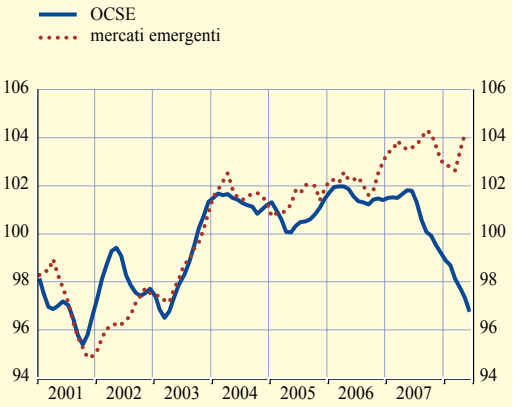
Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Figura 4 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



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

economie, tra cui la Cina e l'India, hanno già ridotto i propri sussidi. La scarsa tempestività dei dati rende tuttavia difficile valutare l'impatto di queste misure sulla domanda.

Dal lato dell'offerta, il rapporto a medio termine sui mercati petroliferi (*Medium-Term Oil Market Report*) pubblicato dall'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) disegna un quadro lievemente più ottimistico per l'offerta dell'OPEC. L'avvio della produzione presso nuovi giacimenti nel 2009 dovrebbe accrescere il margine di capacità inutilizzata e ridurre di conseguenza le pressioni sui prezzi, almeno nel 2009 e 2010. Le prospettive per l'offerta dei paesi non OPEC sono tuttavia meno rosee, soprattutto tenuto conto dei crescenti costi di sviluppo e dei vincoli agli investimenti imposti in alcuni paesi.

Dopo aver raggiunto massimi storici, anche i corsi delle materie prime non energetiche sono diminuiti nelle ultime settimane. Sui mercati dei metalli i prezzi non hanno evidenziato alcuna tendenza significativa; costituisce un'eccezione il piombo, che ha registrato un netto rincaro. Le quotazioni dell'alluminio sono salite su livelli senza precedenti nel contesto delle interruzioni dell'offerta dovute ai problemi energetici in Cina, ma successivamente sono crollate. Per quanto concerne le materie prime alimentari, i prezzi del granoturco sono diminuiti rispetto a fine giugno: ciò è avvenuto in presenza di migliori condizioni meteorologiche nel Midwest statunitense, che segnalano prospettive favorevoli per il raccolto. Tale andamento ha avuto ripercussioni anche su altri cereali, in particolare soia e frumento. In termini aggregati, alla fine di luglio l'indice dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore di circa il 23 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Alla luce del rallentamento economico mondiale, le prospettive per la domanda estera di beni e servizi dell'area dell'euro si sono indebolite. L'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE disponibile fino a maggio segnala che le prospettive economiche dei paesi appartenenti all'organizzazione si sono ulteriormente deteriorate (cfr. figura 4). I dati del CLI per le principali economie non appartenenti all'OCSE rimangono complessivamente favorevoli.

Le incertezze che caratterizzano le suddette prospettive per la crescita economica mondiale restano elevate, non da ultimo a causa dei livelli molto alti dei prezzi delle materie prime, e prevalgono rischi al ribasso. Essi derivano in particolare da ulteriori e non anticipati aumenti dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari. Inoltre, rischi di indebolimento continuano a riguardare la possibilità che le attuali tensioni nei mercati finanziari abbiano un impatto più negativo del previsto sull'economia reale. Ulteriori rischi di indebolimento delle prospettive provengono da preoccupazioni circa l'insorgere di spinte protezionistiche, soprattutto dopo il fallimento dei recenti negoziati di Doha sulla liberalizzazione degli scambi nel contesto dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), e dalla possibilità di andamenti disordinati dovuti agli squilibri mondiali di bilancia dei pagamenti.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati monetari più recenti continuano a corroborare la tesi secondo cui il ritmo di espansione monetaria e creditizia di fondo nell'area dell'euro rimane vigoroso, indicando il persistere di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3, seppur ancora lievemente diminuito in giugno, resta elevato al 9,5 per cento. L'incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario, benché ridottosi ulteriormente in giugno, è rimasto vigoroso. Il profilo piatto della curva dei rendimenti sta determinando una sostituzione all'interno di M3 e, quindi, concorre a spiegare l'ulteriore calo in giugno della crescita di M1 a un livello storicamente basso. L'aumento dell'aggregato monetario ampio e del credito mostra ora segni di moderazione in linea con i tassi di interesse più elevati, con l'inasprimento delle condizioni di finanziamento e con la più debole crescita economica, ma continua a esservi scarsa evidenza di effetti aggiuntivi derivanti dalle tensioni in atto nei mercati finanziari attraverso l'offerta di credito. Nel contempo sussistono chiare indicazioni che le tensioni finanziarie hanno interessato direttamente contropartite specifiche di M3, in particolare il credito delle IFM agli altri intermediari finanziari.

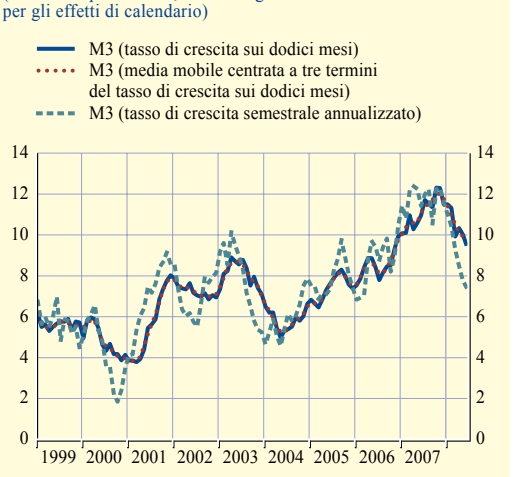
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito in giugno al 9,5 per cento, dal 10,0 del mese precedente (cfr. figura 5). Il dato di maggio è stato rivisto al ribasso di 0,5 punti percentuali, in ragione delle correzioni relative agli strumenti negoziabili. Con un tasso di espansione sul mese precedente pari in giugno allo 0,4 per cento, la dinamica a breve termine di M3, misurata dai tassi di crescita a tre e sei mesi, ha segnato una moderazione dagli inizi del 2008.

Benché in graduale diminuzione, il tasso di incremento sui dodici mesi di M3 rimane vigoroso. Questo aumento è ancora in parte imputabile all'effetto di stimolo della curva dei rendimenti piatta, che favorisce le riallocazioni di portafoglio da attività non monetarie più rischiose non comprese in M3 verso attività monetarie a breve termine appartenenti a tale aggregato. La crescita monetaria di fondo, rimane vigorosa, sospinta dal perdurante vigore della crescita dei prestiti sui dodici mesi al settore privato non finanziario.

Figura 5 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

L'effetto frenante sull'andamento della moneta e del credito esercitato dai tassi di interesse a breve termine più elevati dal dicembre 2005 è confermato dai dati di giugno. Esso è riscontrabile soprattutto nell'ulteriore moderazione dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie e di M1.

Nel complesso, i tassi di variazione dell'aggregato monetario ampio e del credito mostrano attualmente segni di una lieve moderazione, in ragione dell'aumento dei tassi di interesse, dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento della crescita economica. Tuttavia, i tassi di incremento sui dodici mesi rimangono sostenuti e vi è scarsa evidenza

di un ulteriore impatto delle tensioni in atto nei mercati finanziari in aggiunta a quello trasmesso attraverso le determinanti tradizionali della domanda di moneta e di credito. Ciò nonostante, alcune contropartite specifiche di M3, come il credito agli altri intermediari finanziari (AIF), continuano a esibire un andamento chiaramente riconducibile alla natura di queste tensioni.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

La diminuzione osservata in giugno nella crescita sui dodici mesi di M3 si spiega in larga misura con un'ulteriore flessione del contributo di M1. Il contributo dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*, invece, è diminuito solo marginalmente e quello degli strumenti negoziabili è rimasto invariato.

Il tasso di incremento sui dodici mesi di M1 è ulteriormente diminuito, dal 2,3 per cento di maggio all'1,4 di giugno (cfr. tavola 1), il valore più basso dall'avvio dell'unione monetaria. In una prospettiva di medio termine, l'ulteriore flessione della crescita di M1 in giugno costituisce una continuazione dell'andamento al ribasso osservato dalla fine del 2005, riflettendo prevalentemente la dinamica dei depositi *overnight*, in quanto il costo opportunità di detenere tali strumenti è andato crescendo. In giugno il tasso di incremento di questi depositi è diminuito allo 0,1 per cento, dall'1,3 di maggio, mentre nello stesso mese la crescita del circolante è aumentata all'8,0 per cento dal 7,5 di maggio.

La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1) ha continuato a fornire in giugno il maggior contributo all'espansione di M3, sebbene in misura lievemente inferiore rispetto a maggio. L'andamento riflette la dinamica dei depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine a breve scadenza), il cui tasso di crescita, pur rimanendo particolarmente sostenuto, è lievemente calato nel mese al 38,7 per cento, dal 40,5 di maggio. L'altra componente di M2-M1, costituita dai depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio a breve termine), ha continuato a diminuire in giugno, ma a un ritmo lievemente inferiore rispetto a maggio.

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					
		2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 mag.	2008 giu.
M1	**42,5**	**6,5**	**5,9**	**3,8**	**2,3**	**2,3**	**1,4**
Banconote e monete in circolazione	7,2	8,9	8,0	7,8	7,8	7,5	8,0
Depositi *overnight*	35,3	6,1	5,5	3,1	1,2	1,3	0,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	42,4	15,0	16,8	18,3	19,3	19,4	19,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	25,4	37,6	40,6	41,4	40,3	40,5	38,7
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	17,0	-3,2	-3,9	-3,3	-2,3	-2,4	-2,0
M2	**85,0**	**10,3**	**10,7**	**10,3**	**10,0**	**10,1**	**9,4**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	15,0	18,7	19,6	16,3	10,2	9,7	9,7
M3	**100,0**	**11,5**	**12,0**	**11,2**	**10,0**	**10,0**	**9,5**
Credito a residenti nell'area dell'euro		**8,7**	**9,2**	**10,0**	**9,6**	**9,5**	**9,1**
Credito alle amministrazioni pubbliche		-4,0	-4,1	-2,5	-1,2	-1,9	-0,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,8	-1,8	-0,9	0,8	0,7	2,1
Credito al settore privato		11,6	12,2	12,7	11,9	11,9	11,1
Prestiti al settore privato		11,0	11,1	11,1	10,5	10,5	9,8
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		**10,3**	**8,5**	**6,9**	**4,5**	**4,4**	**3,8**

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

La dinamica particolarmente vivace dei depositi a termine a breve scadenza riflette in larga misura la sostituzione fra attività finanziarie sospinta dal recente profilo della curva dei rendimenti, che rimane piatto. Da un lato, questa circostanza ha indotto la sostituzione a favore di depositi a termine a breve scadenza, che offrono rendimenti prossimi ai tassi di mercato monetario, a scapito dei depositi a risparmio e *overnight*, il cui tasso di remunerazione è inferiore. Tale sostituzione concorre anche a spiegare la crescita molto contenuta di M1 osservata nei mesi recenti. Dall'altro lato, il profilo piatto della curva dei rendimenti rende appetibili i depositi a termine a breve scadenza anche rispetto ad attività a più lunga scadenza non comprese in M3, in quanto offrono maggior liquidità e minor rischio a un costo modesto in termini di rendimento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) è rimasto invariato in giugno al 9,7 per cento. L'andamento cela un marcato calo della crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, sostanzialmente compensato da una significativa accelerazione dei contratti pronti contro termine e delle obbligazioni con scadenza fino a due anni. Le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che costituiscono la componente di maggior rilievo, hanno segnato un ulteriore rallentamento, crescendo sui dodici mesi del 2,0 per cento in giugno a fronte del 4,8 di maggio (dato rivisto al ribasso dal 7,7 per cento). Il susseguirsi di deflussi mensili nel periodo da marzo a giugno suggerisce che potrebbe ancora prevalere l'avversione degli investitori ai fondi comuni monetari emersa nella fase iniziale delle tensioni finanziarie, che pure era sembrata attenuarsi all'inizio dell'anno. Il tasso di crescita delle obbligazioni delle IFM con scadenza fino a due anni (titoli di debito a breve termine) è aumentato in giugno al 20,7 per cento, dal 14,6 di maggio (dato rivisto al ribasso dal 20,9 per cento) e dall'11,8 di aprile. Ciò comporta una certa ripresa dopo il calo del tasso di incremento nei primi quattro mesi dell'anno dal picco prossimo al 60 per cento toccato nel dicembre 2007. I contratti pronti contro termine hanno registrato un considerevole afflusso in giugno, con un aumento del relativo tasso di crescita al 18,8 per cento dal 17,1 di maggio.

I depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una scomposizione settoriale, hanno sostanzialmente ricalcato la dinamica di M3 nel suo complesso, segnando in giugno un tasso di incremento sui dodici mesi in calo al 10,4 per cento dall'11,2 di maggio. Si è quindi protratto il calo tendenziale osservato dall'inizio dell'anno. In giugno la flessione è stata più generalizzata rispetto ai mesi precedenti. In particolare, il tasso di incremento dei depositi di M3 delle famiglie è diminuito dal recente picco del 9,5 per cento di maggio all'8,6 di giugno, a causa però in parte di effetti base. Il tasso di espansione dei depositi di M3 è ulteriormente diminuito in giugno al 7,9 per cento dall'8,9 di maggio nel caso delle società non finanziarie ed è stato lievemente inferiore anche per gli intermediari finanziari, collocandosi in giugno al 19,9 per cento dopo il 21,4 di maggio.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita del credito totale delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è diminuito in giugno al 9,0 per cento, dal 9,5 di maggio (cfr. tavola 1). All'interno del credito totale delle IFM, il credito alle amministrazioni pubbliche ha continuato a diminuire sui dodici mesi, sebbene a un ritmo più contenuto rispetto al mese precedente (-0,9 per cento in giugno a fronte di -1,9 per cento in maggio). Nel contempo il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato è ulteriormente sceso in giugno all'11,1 per cento, dall'11,9 di maggio.

I prestiti, che rappresentano la componente più rilevante del credito al settore privato, hanno continuato a crescere in giugno a un ritmo molto sostenuto, registrando un tasso di espansione sui do-

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 2° trim.	2008 mag.	2008 giu.
Società non finanziarie	**43,8**	**13,8**	**14,0**	**14,6**	**14,4**	**14,2**	**13,6**
Fino a 1 anno	29,2	12,1	11,9	12,8	12,8	12,5	11,9
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,8	19,9	21,0	22,6	20,9	19,9	19,9
Oltre 5 anni	50,9	12,7	12,7	12,8	13,0	13,1	12,3
Famiglie [2]	**45,9**	**7,0**	**6,6**	**5,9**	**5,0**	**4,9**	**4,2**
Credito al consumo [3]	13,0	5,7	5,3	5,4	5,1	5,0	4,8
Mutui per l'acquisto di abitazioni [3]	71,3	8,1	7,6	6,7	5,6	5,6	4,4
Altri prestiti	15,7	3,2	3,1	2,7	2,2	2,0	3,0
Società di assicurazione e fondi pensione	**1,0**	**26,6**	**22,0**	**6,5**	**-1,8**	**-2,5**	**-5,8**
Altri intermediari finanziari non monetari	**9,3**	**20,0**	**23,4**	**24,7**	**24,8**	**26,6**	**25,5**

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.

dici mesi del 9,8 per cento rispetto al 10,5 di maggio. I tassi di incremento dei prestiti alle società non finanziarie e alle istituzioni finanziarie non monetarie diverse dalle società di assicurazione e dai fondi pensione, tuttavia, sono rimasti prossimi ai massimi precedenti (cfr. tavola 2).

L'espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è stata pari al 13,6 per cento in giugno dopo il 14,2 di maggio. La dinamica a più breve termine indica ora più chiaramente un rallentamento nei mesi recenti, in linea con l'impatto ritardato dei tassi di interesse più elevati, con il recente inasprimento dei criteri di concessione del credito e con la moderazione della crescita dell'attività economica. Continuano ad esserci poche indicazioni di un impatto al ribasso aggiuntivo riconducibile alle tensioni finanziarie, legato per esempio alla posizione patrimoniale delle banche. Peraltro, vi è anche scarsa evidenza che queste tensioni possano aver determinato distorsioni al rialzo nella crescita dei prestiti. Ad esempio, analizzando la scomposizione per scadenze, il rallentamento dei prestiti alle società non finanziarie riflette in larga misura un incremento più contenuto dei prestiti a più breve scadenza (fino a un anno), circostanza che suggerisce come le determinanti principali della vivace dinamica dei prestiti non siano state un accumulo di prestiti ponte a breve termine o problemi analoghi connessi alle tensioni. Benché non vi siano riscontri di vincoli specifici dal lato dell'offerta connessi alle tensioni nei mercati finanziari, un'ulteriore graduale moderazione della crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie sarebbe tuttavia in linea con l'attuale fase del ciclo economico.

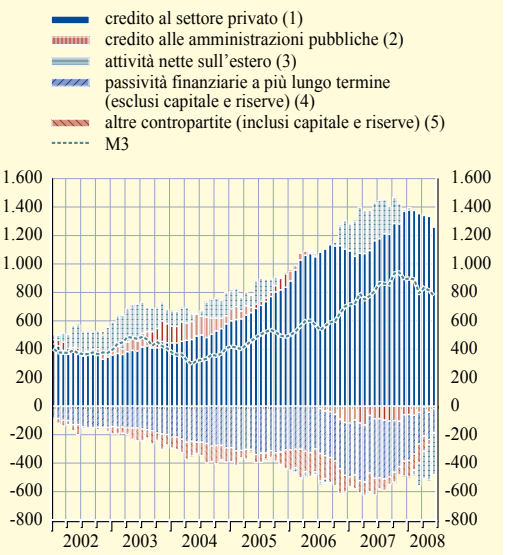
Quanto al settore delle famiglie, si è protratto in giugno il calo tendenziale osservato dagli inizi del 2006 del tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM, sceso al 4,2 per cento dal 4,9 del mese precedente. Tale andamento è in linea con l'impatto dell'aumento dei tassi sui prestiti bancari in atto dalla fine del 2005 e con la moderazione osservata nella dinamica del mercato degli immobili residenziali in numerosi paesi dell'area dell'euro. Continuano a sussistere scarse indicazioni di un impatto al ribasso aggiuntivo riconducibile alle tensioni finanziarie attraverso l'offerta di prestiti. Il rallentamento di giugno è imputabile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di variazione è sceso al 4,4 per cento dal 5,6 di maggio. La flessione riflette in gran parte significative operazioni di cartolarizzazione (*pro soluto*) di mutui ipotecari, associate alla rimozione

di questi ultimi dai bilanci delle IFM. Tale attività è stata più elevata in giugno rispetto ai mesi precedenti e si può quindi ritenere che abbia determinato in questa occasione una distorsione al ribasso dei dati sui prestiti.

Nei mesi recenti i titoli emessi nel contesto di queste attività di cartolarizzazione, venduti in precedenza sul mercato prevalentemente a istituzioni finanziarie non bancarie, sono stati trattenuti in gran parte dalle IFM stesse. Ciò si riflette nella protratta crescita vigorosa degli acquisti da parte delle IFM di titoli del settore privato diversi da azioni (comprendenti soprattutto titoli emessi dagli AIF), che ha segnato in giugno un tasso di incremento sui dodici mesi del 36,5 per cento. Questo andamento può essere considerato un impatto diretto delle tensioni finanziarie su contropartite specifiche di M3.

Figura 6 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.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è ulteriormente diminuito in giugno al 3,8 per cento, dal 4,4 di maggio (cfr. figura 6), riflettendo un rallentamento di tutte le componenti. In particolare, la crescita più contenuta dei depositi a lungo termine detenuti dal settore privato può in parte spiegarsi con il profilo piatto della curva dei rendimenti che favorisce la sostituzione dei depositi a lungo termine con quelli a breve termine. Il minor incremento dei titoli di debito delle IFM a più lungo termine può anche riflettere attualmente la riluttanza delle controparti a impegnare capitali nel più lungo periodo.

Infine, la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha registrato in giugno un deflusso mensile di 33 miliardi di euro, dimezzato rispetto a quello di maggio pari a 64 miliardi. Nel contempo il deflusso netto annuale ha toccato i 292 miliardi di euro, di cui 155 miliardi sono stati registrati nel secondo trimestre del 2008 (per un approfondimento sul marcato calo dei flussi delle attività nette sull'estero e sulla relazione dello stesso con l'andamento complessivo di M3, cfr. il riquadro 1 dal titolo "Collegamenti fra gli andamenti delle attività nette sull'estero e quelli di altre contropartite di M3").

L'analisi monetaria indica che il rallentamento in atto dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario riflette in larga misura il regolare impatto dell'andamento dell'attività economica e dell'inasprimento delle condizioni creditizie, senza alcun segnale di un effetto aggiuntivo delle tensioni finanziarie, per esempio, sulla posizione patrimoniale delle banche. Un impatto diretto delle tensioni finanziarie rimane soprattutto visibile nella vigorosa crescita dei titoli degli AIF acquistati nel contesto delle attività di cartolarizzazione. Al di là degli effetti connessi alle tensioni nei mercati finanziari e al profilo piatto della curva dei rendimenti, le dinamiche monetarie e creditizie sono rimaste vigorose e continuano a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine.

Riquadro 1

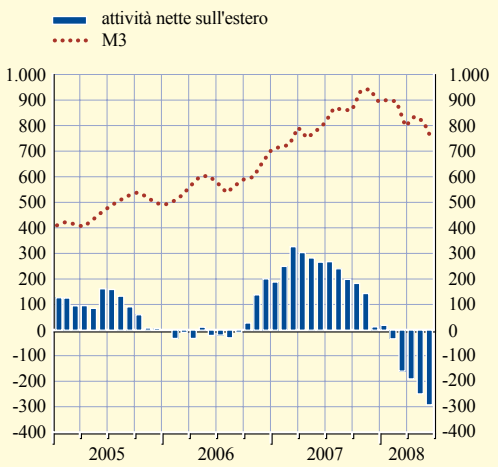
COLLEGAMENTI FRA GLI ANDAMENTI DELLE ATTIVITÀ NETTE SULL'ESTERO DELLE IFM E QUELLI DI ALTRE CONTROPARTITE DI M3

Le variazioni nell'ammontare delle attività nette sull'estero delle IFM riflettono le transazioni del settore detentore di moneta dell'area dell'euro con le controparti nel resto del mondo che vengono regolate attraverso il settore delle IFM. I flussi internazionali di capitali ad esse associati possono avere un impatto importante sull'andamento degli aggregati monetari (cfr. l'articolo *La dimensione esterna dell'analisi monetaria* in questo numero del Bollettino mensile). Ad esempio, nel periodo dalla fine del 2006 alla primavera del 2007 l'aumento dei flussi verso le attività nette sull'estero si è chiaramente rispecchiato nel rafforzamento della crescita di M3 dell'area dell'euro [1]. Tuttavia, variazioni anche importanti della posizione netta sull'estero non si riflettono automaticamente nella dinamica monetaria, in quanto possono essere compensate dall'andamento di altre contropartite di M3, come il credito e le passività finanziarie a più lungo termine. Fra gli esempi di questo tipo di sfasamento si annoverano il periodo fra la metà del 2005 e la metà del 2006 e quello a partire dalla primavera del 2007, in particolare fino alla fine del 2007. In questo contesto, il presente riquadro esamina una serie di circostanze nelle quali variazioni nell'ammontare delle attività nette sull'estero verrebbero compensate da quelle di altre contropartite di M3, lasciando quindi inalterata la crescita di M3.

Dopo il recente picco di quasi 330 miliardi di euro registrato nel marzo 2007, l'afflusso annuo verso la posizione netta sull'estero del settore delle IFM ha segnato una netta flessione, per diventare infine negativo e toccare circa -290 miliardi di euro nel giugno 2008. Peraltro, l'afflusso annuo verso M3 è rimasto relativamente stabile, oscillando in un intervallo compreso fra i 750 e i 950 miliardi di euro (cfr. figura A). In un'ottica contabile, ciò significa che le variazioni delle attività nette sull'estero sono state controbilanciate da quelle delle altre contropartite di M3. Ciò che risulta meno chiaro dall'analisi del bilancio delle IFM è in quale misura questi effetti di compensazione sono direttamente collegati in senso economico, oppure se sono indipendenti fra loro. Nel contesto delle attuali tensioni nei mercati finanziari è possibile immaginare una serie di circostanze in cui l'andamento delle attività nette sull'estero è direttamente connesso alle variazioni in altre contropartite.

Figura A M3 e le attività nette sull'estero

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



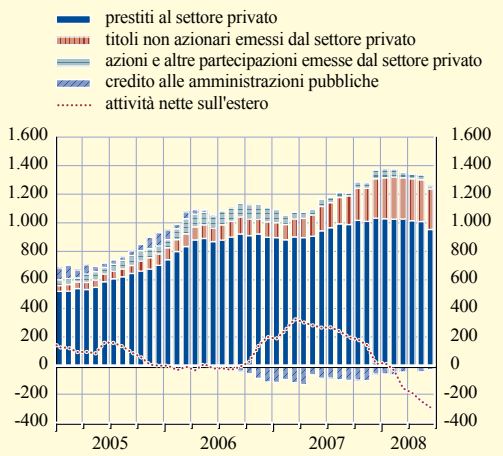
Fonte: BCE.

Un esempio è il sostegno di liquidità che le IFM hanno dovuto offrire agli emittenti (SIV o società veicolo) di *asset backed commercial paper* (ABCP) che non sono riusciti a rinnovare la carta commerciale in scadenza. Questo sostegno ha

1) Cfr. il riquadro 1 *Le attività nette sull'estero delle IFM e il loro impatto sugli andamenti monetari* nel Rapporto annuale 2007 della BCE.

Figura B Attività nette sull'estero e credito ai residenti nell'area dell'euro

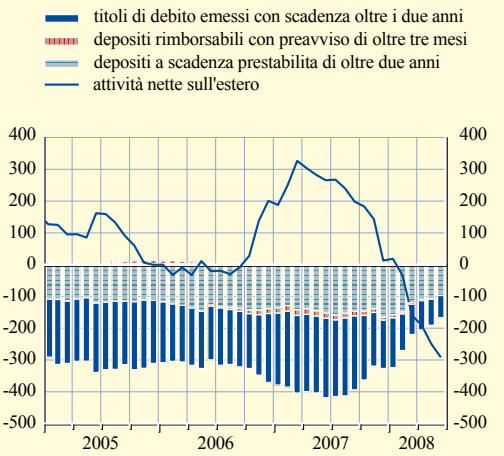
(flussi sui dodici mesi; miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura C Attività nette sull'estero e passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve)

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



Fonte: BCE.
Nota: le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono rappresentate con segno inverso, in quanto passività del settore delle IFM.

spesso comportato l'acquisizione dei titoli emessi da tali soggetti. Nella misura in cui gli emittenti sono residenti nell'area dell'euro e i titoli acquisiti erano in precedenza detenuti da investitori non residenti, queste transazioni generano sia un flusso negativo nella posizione netta sull'estero sia un flusso positivo nei titoli detenuti dalle IFM emessi da altri intermediari finanziari (AIF) dell'area dell'euro. La figura B mostra che il calo nel flusso delle attività nette sull'estero in atto dalla primavera del 2007 ha coinciso con un aumento dell'acquisizione da parte delle IFM di titoli diversi da azioni emessi dal settore privato dell'area dell'euro (prevalentemente titoli emessi dagli AIF).

Un altro esempio, connesso al precedente, riguarda il trasferimento di alcuni di questi emittenti dall'esterno all'interno dell'area dell'euro, nel contesto dei programmi di ristrutturazione e razionalizzazione delle attività connesse agli ABCP attuati da alcuni gruppi bancari. In questo caso, i titoli detenuti dalle IFM emessi da questi soggetti, che prima erano attività estere, sono diventati titoli interni. Anche tale ristrutturazione determinerebbe quindi un calo delle attività nette sull'estero e un aumento concomitante dei titoli detenuti dalle IFM diversi da azioni emessi dal settore privato dell'area dell'euro.

Potrebbe sussistere un collegamento diretto anche tra l'andamento delle attività nette sull'estero e quello delle passività a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve). Per esempio a partire dalla seconda metà del 2007, in un contesto di tensioni nei mercati finanziari, le IFM hanno ridotto l'offerta di titoli di debito a lungo termine, in quanto gli investitori hanno trovato meno interessante detenere titoli di debito a più lungo termine (con scadenza superiore a due anni) e hanno richiesto pertanto premi al rischio molto elevati. In questo contesto, è probabile anche che gli investitori non residenti non abbiano sostituito i titoli in scadenza nel proprio portafoglio con nuovi titoli. In linea di principio, questo processo non interessa il settore detentore di moneta dell'area dell'euro e pertanto non dovrebbe riguardare le attività nette sull'estero. Tuttavia, date le considerevoli difficoltà nell'individuare i detentori finali dei titoli di debito a lungo termine delle IFM, la convenzione

statistica è di supporre che tali titoli siano tutti detenuti da residenti nell'area. I rimborsi dei titoli in scadenza detenuti da non residenti riducono quindi il flusso delle attività nette sull'estero e si riflettono in una flessione dell'emissione netta di titoli di debito delle IFM a più lungo termine. La figura C segnala tali effetti di compensazione per il periodo a partire da metà 2007.

Le transazioni di cartolarizzazione *pro soluto* sono un altro esempio in cui, nel contesto di tensioni nei mercati finanziari, le attività nette sull'estero e le passività finanziarie a più lungo termine potrebbero aver registrato variazioni che si sono controbilanciate. A seconda dei principi contabili utilizzati, queste transazioni sono talvolta riportate nel bilancio delle IFM come creazione di un deposito a termine a lunga scadenza (deposito con scadenza predeterminata di oltre due anni) nei confronti della società veicolo finanziaria (SVF), appartenente al settore degli AIF, attraverso la quale viene effettuata la transazione di cartolarizzazione [2]. Nella misura in cui la moderazione del mercato delle cartolarizzazioni implica che gli investitori esteri si siano perlopiù astenuti dall'acquistare dalle SVF dell'area dell'euro nuove attività cartolarizzate, il servizio del debito riguardante i titoli in essere nel loro portafoglio avrebbe generato flussi negativi nella posizione netta sull'estero delle IFM. Nel contempo, l'ammortamento dei prestiti cartolarizzati, in assenza di una nuova vigorosa attività di cartolarizzazione, tenderebbe a ridurre il flusso dei depositi a termine a lunga scadenza detenuti dalle SVF. La figura C mostra che a partire dalla fine del 2007 la riduzione dell'afflusso verso la posizione netta sull'estero ha coinciso con una flessione dei depositi a termine a lunga scadenza. La scomposizione settoriale suggerisce che si è trattato prevalentemente dei depositi detenuti dagli AIF. Tuttavia, è importante osservare che questa flessione può riflettere (in misura maggiore rispetto all'andamento dell'attività di cartolarizzazione) l'impatto del profilo piatto della curva dei rendimenti sull'allocazione di portafoglio degli AIF, in quanto esso favorisce strumenti nel segmento più breve della gamma delle scadenze.

I tipi di transazione descritti in precedenza sono esempi di casi in cui una riduzione del flusso di attività nette sull'estero è collegata a una variazione corrispondente in altre contropartite, lasciando quindi inalterata la dinamica complessiva di M3. Questi esempi sono quantitativamente rilevanti per l'area dell'euro nella fase attuale, ma non si deve intendere che ad essi vadano ricondotte tutte le dinamiche nelle attività nette sull'estero dei mesi recenti. Essi dimostrano nondimeno la complessità e le possibili interconnessioni delle transazioni riportate nel bilancio delle IFM, tanto più quando queste transazioni coinvolgono controparti esterne all'area dell'euro. A tale riguardo, tali esempi evidenziano i rischi di un'interpretazione puramente meccanica degli andamenti delle varie contropartite di M3.

2) In alcuni paesi dell'area dell'euro, dove l'attività di cartolarizzazione è stata particolarmente intensa negli anni recenti, l'applicazione dei principi internazionali di rendicontazione contabile anche per scopi di segnalazione statistica fa sì che i prestiti trasferiti nel contesto di una transazione di cartolarizzazione *pro soluto* spesso non siano rimossi dal bilancio dell'istituzione creditizia originaria (cfr. anche il riquadro 3 *L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM* nel numero di marzo 2008 di questo Bollettino). In tal caso gli introiti derivanti dalla vendita dei prestiti sono compensati nel bilancio dell'istituzione creditizia da una passività non trasferibile, normalmente un deposito a termine a lunga scadenza (cfr. anche il riquadro *L'impatto della cartolarizzazione dei prestiti bancari sull'analisi monetaria* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino).

2.2 EMISSIONI DI TITOLI

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito. L'andamento è riconducibile a un calo dei tassi di variazione dei titoli di debito emessi dai settori delle istituzioni diverse dalle IFM e delle amministrazioni pubbliche, compensato in gran parte da un aumento del tasso di espansione dei titoli di debito emessi dal settore delle IFM. Il tasso di incremento dell'emissione di azioni quotate è diminuito marginalmente, rimanendo relativamente contenuto rispetto a quello dei titoli di debito.

TITOLI DI DEBITO

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro si è collocato al 6,7 per cento, valore lievemente inferiore al 7,1 registrato in aprile (cfr. tavola 3). Quanto alla struttura per scadenze di questa emissione, il tasso di espansione dei titoli a breve termine è diminuito marginalmente per collocarsi in maggio al 20,7 per cento, dal 20,9 del mese precedente, ed è sceso anche quello dei titoli a lungo termine, dal 5,5 al 5,1 per cento. L'emissione di titoli a più lungo termine può essere ulteriormente scomposta in titoli a tasso fisso o variabile. In ragione dei fattori della domanda, i tassi variabili tendono a essere favoriti rispetto a quelli fissi in periodi caratterizzati da una curva dei rendimenti piatta. Il profilo piatto della curva dei rendimenti osservato nei mesi recenti può pertanto spiegare in parte il fatto che in maggio il tasso di crescita dei titoli a tasso variabile, pari al 12,0 per cento, è stato di nuovo significativamente superiore a quello dei titoli a tasso fisso, collocatosi al 2,6 per cento nello stesso mese.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie è rimasto pressoché invariato in maggio al 6,5 per cento. In una prospettiva di più lungo termine, la crescita dell'emissione di titoli di debito in questo settore si è ridotta di quasi 4 punti percentuali da gennaio, quando si è osservato il tasso di variazione più elevato dalla metà del 2003. In termini di struttura per scadenze, il tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è aumentato in maggio al 5,1 per cento, dal 4,2 di aprile, mentre quello dei titoli di debito a breve termine è diminuito sempre in maggio al 13,1 per cento, dal 17,9 di aprile. Secondo i dati destagionalizzati (più adatti a misurare l'andamento nel breve periodo), i tassi di crescita sui sei mesi espressi in ragione d'anno sono ulteriormente diminuiti in maggio, continuando la flessione osservata dal novembre 2007 e toccando livelli prossimi a quelli prevalenti alla fine del 2006 (cfr. figura 7). In termini di struttura per scadenze dell'emissione, il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle società non finanziarie è aumentato in maggio al 4,4 per cento, dal 3,3 in aprile, mentre l'emissione a breve termine ha registrato un incremento negativo nel mese in esame. L'attività di emissione più contenuta che emerge dai dati destagionalizzati può essere correlata, almeno in parte, alle turbolenze nei mercati finanziari, che hanno indotto un incremento del costo del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato. Ciò è reso evidente dall'aumento osservato nei rendimenti delle obbligazioni societarie e nei loro *spread*, soprattutto per le imprese con un basso merito di credito.

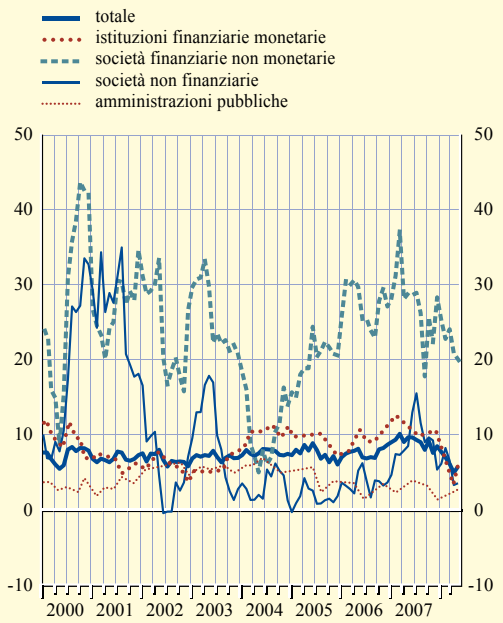
Tavola 3 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente [1]					
	2008 mag.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 apr.	2008 mag.
Emissione di titoli di debito:	**12.427**	**8,8**	**9,1**	**8,9**	**8,2**	**7,1**	**6,7**
IFM	5.228	10,6	10,9	10,7	9,2	7,2	7,9
Società finanziarie non monetarie	1.539	28,7	28,2	26,8	25,4	23,2	21,2
Società non finanziarie	694	6,3	9,2	8,7	9,5	6,6	6,5
Amministrazioni pubbliche	4.966	3,2	3,3	3,0	2,7	2,8	1,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.650	3,0	3,3	2,9	2,6	2,9	1,6
Altre amministrazioni pubbliche	316	5,7	2,9	4,5	2,8	1,1	2,9
Emissione di azioni quotate:	**5.733**	**1,2**	**1,4**	**1,4**	**1,3**	**1,1**	**1,0**
IFM	790	2,1	1,8	1,3	0,8	1,3	1,8
Società finanziarie non monetarie	497	0,9	0,9	2,7	2,5	2,2	2,4
Società non finanziarie	4.446	1,0	1,3	1,3	1,3	0,9	0,7

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*.

Figura 7 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

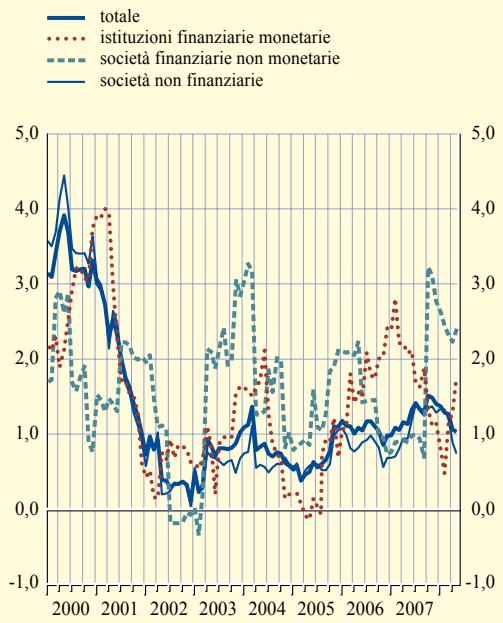
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 8 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.

Quanto al settore finanziario, in maggio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM si è collocato al 7,9 per cento, in rialzo dal 7,2 di aprile. In linea con l'andamento osservato dall'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari, l'emissione di titoli a breve termine è rimasta vigorosa, registrando in maggio un tasso di crescita del 29,5 per cento. Anche il tasso di variazione dei titoli di debito a lungo termine emessi dalle IFM è aumentato, collocandosi al 4,5 per cento in maggio, dal 4,1 di aprile. Il fatto che l'emissione di titoli di debito a breve termine sia stata più vivace rispetto a quella dei titoli di debito a lungo termine è attribuibile alla ridefinizione dei prezzi che ha interessato gli emittenti del settore finanziario dall'avvio delle turbolenze nei mercati finanziari. L'entità di questo effetto può essere misurata ancora meglio osservando i tassi di incremento nel breve periodo. In maggio, infatti, i dati semestrali destagionalizzati per l'emissione di titoli di debito a lungo termine mostrano un tasso di incremento del 4,6 per cento, mentre quello relativo all'emissione a breve termine è aumentato al 15,4 per cento.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto sostenuto in maggio, nonostante la flessione al 21,2 per cento dal 23,2 di aprile. L'attività di emissione di questo settore è relativa in gran parte alle varie attività di cartolarizzazione intraprese da società veicolo (*special-purpose vehicles*), soggetti solitamente promossi dalle banche per perseguire obiettivi temporanei. La dinamica di breve periodo evidenziata dal tasso di incremento semestrale annualizzato, tuttavia, indica che il rallentamento dell'attività di emissione in questo settore è stato più marcato a partire dall'estate del 2007, riflettendo in parte il fatto che alcune attività connesse alla cartolarizzazione sono ancora ostacolate (cfr. il riquadro 2 sui *Risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro*).

Il tasso di espansione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è diminuito in maggio all'1,7 per cento, dal 2,8 di aprile. L'andamento ha rispecchiato un calo del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni centrali.

AZIONI QUOTATE

In maggio il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito attestandosi all'1,0 per cento, dall'1,1 di aprile (cfr. tavola 3). L'andamento riflette un calo del tasso di variazione delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie, sceso dallo 0,9 allo 0,7 per cento, mentre quello delle azioni quotate emesse da istituzioni finanziarie non monetarie è lievemente aumentato dal 2,2 al 2,4 per cento. Il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è aumentato di 0,5 punti percentuali, collocandosi in maggio all'1,8 per cento (cfr. figura 8).

Riquadro 2

RISULTATI DELL'INDAGINE DI LUGLIO SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema [1].

Nel secondo trimestre del 2008 l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti a favore delle imprese segnalato dalle banche interpellate è stato leggermente inferiore rispetto al primo trimestre. Esso è rimasto più pronunciato per le imprese di grandi dimensioni rispetto alle piccole e medie imprese (PMI). Anche l'irrigidimento netto dei criteri di concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è risultato in qualche misura inferiore rispetto al trimestre precedente, mentre quello segnalato per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti è aumentato, sebbene da un livello più basso. Per quanto riguarda la domanda di prestiti, le banche hanno indicato che la domanda netta di prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta negativa nel trimestre in esame [2].

L'indagine di luglio conteneva inoltre una serie di domande puntuali che facevano seguito a quelle inserite nelle edizioni precedenti, volte a valutare gli effetti delle turbolenze finanziarie (cfr. l'ultima sezione del presente riquadro). Relativamente al finanziamento all'ingrosso, gli istituti partecipanti hanno indicato di aver incontrato nel secondo trimestre minori difficoltà di accesso ai mercati monetari e a quelli dei titoli di debito a seguito delle turbolenze rispetto al primo trimestre, Per contro, l'accesso alla cartolarizzazione ha continuato a essere problematico, senza variazioni di rilievo rispetto al trimestre precedente.

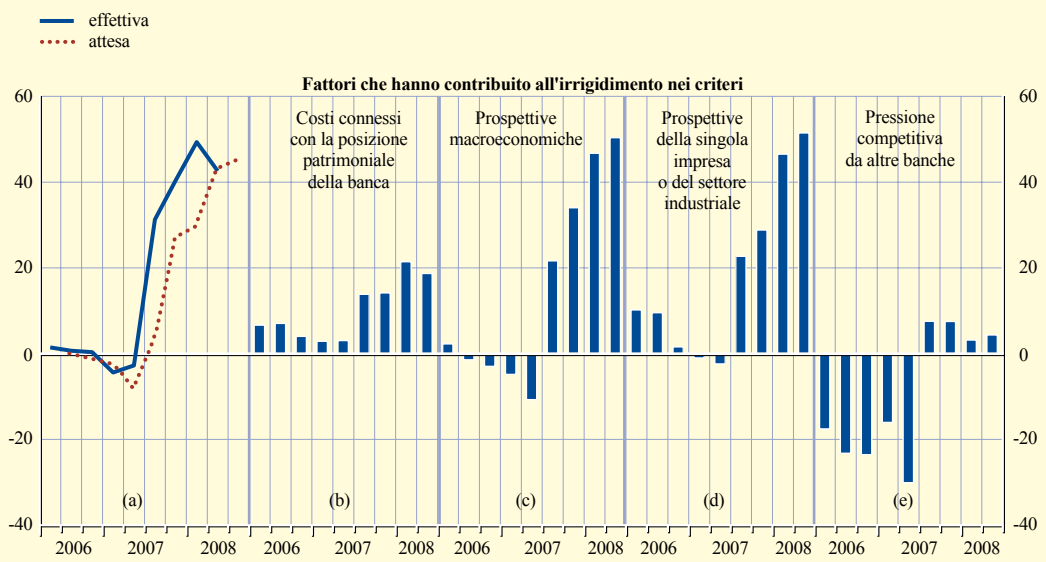
Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche che segnalavano un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese è stata leggermente inferiore che nel primo trimestre (43 per cento, rispetto al 49 per cento del trimestre precedente; cfr. figura A). I fattori più rilevanti che hanno agito in direzione di un irrigidimento

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati trasmessi dalle banche partecipanti alla rilevazione è stato fissato all'8 luglio 2008. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata l'8 agosto sul sito Internet della BCE.
2) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento della domanda di prestiti e quella delle banche che ne segnalando una contrazione.

Figura A Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e per l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

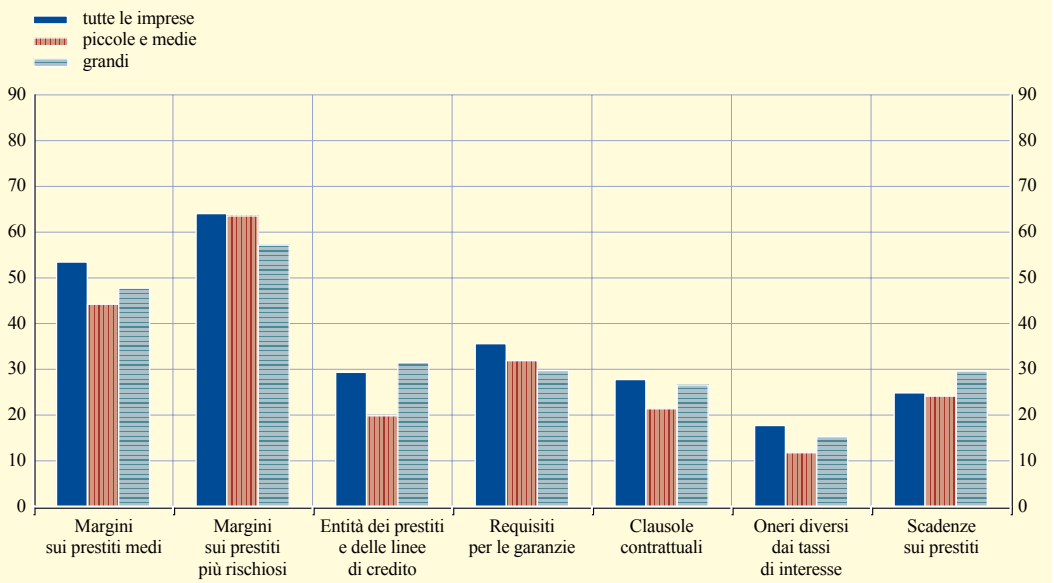
sono stati ancora una volta i rischi percepiti dalle banche riguardo all'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese. Nel contempo, i fattori sintetizzati dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio delle banche (ossia la capacità di finanziarsi sul mercato, i costi connessi con la posizione patrimoniale e le condizioni di liquidità) hanno contribuito al calo dell'irrigidimento netto.

Per quanto concerne i termini e le condizioni applicati alla concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese (cfr. figura B), nel secondo trimestre essi hanno continuato a essere restrittivi (ovvero sono aumentati, trattandosi di margini) in termini netti soprattutto in riferimento ai margini sui prestiti medi (53 per cento, contro il 62 per cento dell'indagine precedente) e a quelli sui prestiti più rischiosi (64 per cento, contro il 72 dell'indagine precedente), sebbene in misura lievemente inferiore che nel primo trimestre. Nel complesso, l'irrigidimento netto dei termini e delle condizioni diverse dal prezzo è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente, con la notevole eccezione dei requisiti per le garanzie, che sono aumentati.

L'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito ha continuato a essere maggiore per le grandi imprese (44 per cento, dal 53 per cento del primo trimestre) che per le PMI (34 per cento, dal 35 per cento del primo trimestre). Nel caso di queste ultime, esso è rimasto sostanzialmente invariato, mentre per le imprese di grandi dimensioni è diminuito. Per quanto riguarda i fattori che hanno influito sui criteri di erogazione del credito bancario, nel caso di entrambi i gruppi di imprese hanno avuto particolare rilevanza il deterioramento delle aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche di singole imprese. I costi di provvista e i vincoli di bilancio delle banche – e in particolare la loro posizione di liquidità – sono invece risultati più

Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per l'apertura di linee di credito alle imprese nel secondo trimestre del 2008

(saldi percentuali)



Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

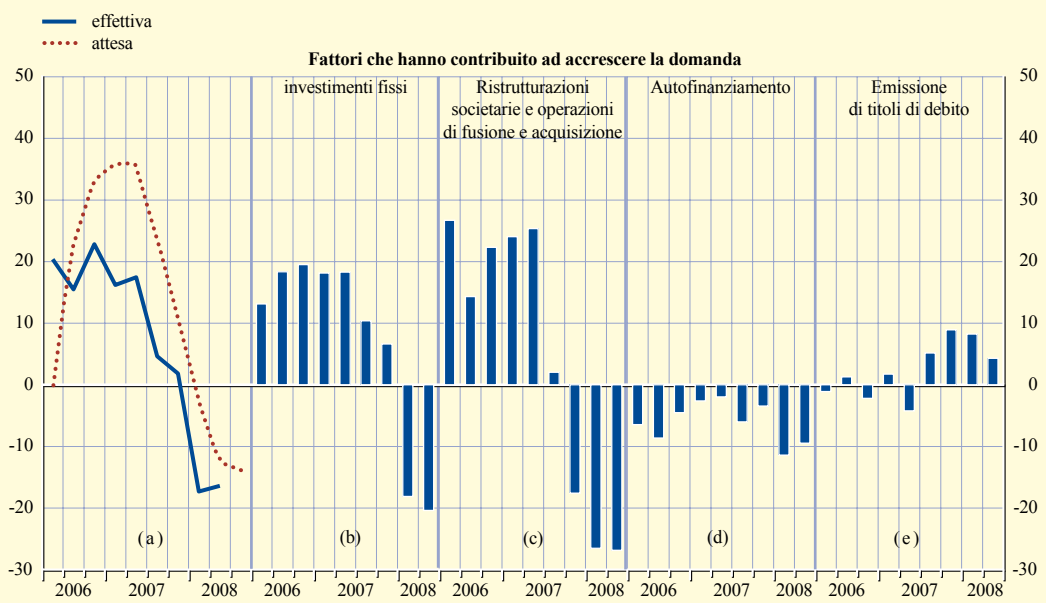
importanti per le imprese di grandi dimensioni che per le PMI (per quanto la loro importanza per le grandi imprese sia diminuita rispetto al trimestre precedente). Ciò potrebbe essere riconducibile alla maggiore rilevanza che il finanziamento sul mercato riveste per i prestiti bancari alle grandi imprese. Per quel che concerne i termini e le condizioni, l'aumento dei margini delle banche ha fornito il contributo principale all'irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti sia alle imprese di grandi dimensioni sia alle PMI (cfr. figura B). L'irrigidimento netto dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo è stato generalmente più pronunciato per le grandi imprese che per le PMI, con l'eccezione dei requisiti per le garanzie. Quanto alle scadenze dei prestiti, l'irrigidimento netto ha continuato a essere più pronunciato per i prestiti a lunga scadenza (52 per cento, dal 57 per cento della precedente indagine) che per quelli a breve (31 per cento, dal precedente 33 per cento).

Per il terzo trimestre del 2008 gli intermediari si attendono un lieve aumento dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito (45 per cento) rispetto ai valori osservati nel secondo trimestre (cfr. figura A).

Domanda di prestiti. Nel secondo trimestre la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è rimasta negativa e sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente (-16 per cento, contro il -17% del primo trimestre; cfr. figura C). Le principali determinanti della domanda negativa sono state le operazioni di fusione e acquisizione e le ristrutturazioni societarie, nonché la diminuzione del fabbisogno finanziario collegato agli investimenti fissi. Un contributo addizionale è imputabile inoltre all'autofinanziamento, a indicazione della robusta redditività delle imprese. Per contro, l'evoluzione delle emissioni di titoli di debito ha contribuito positivamente alla domanda netta, di riflesso alle condizioni di mercato e all'accresciuto costo del finanziamento tramite l'emissione di

Figura C Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'incremento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla contrazione della domanda. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

debito. In termini di dimensioni dei mutuatari, benché la domanda netta di prestiti sia stata negativa sia per le grandi imprese sia per le PMI (pari al -12 e -8 per cento rispettivamente), essa è rimasta più debole per le imprese di maggiori dimensioni, in linea con i risultati dei trimestri precedenti. Inoltre, la domanda netta è risultata negativa nell'insieme delle scadenze.

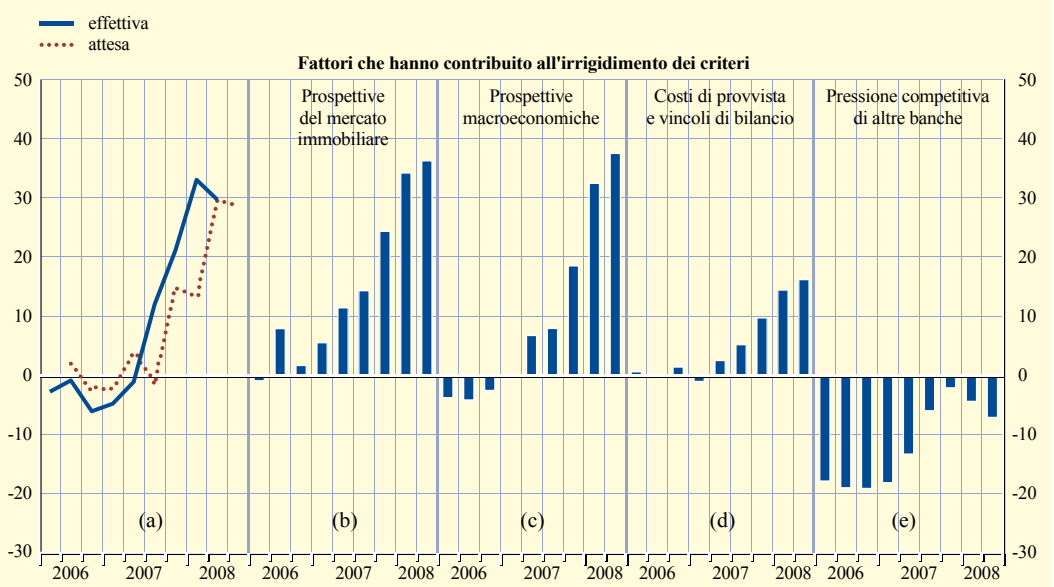
Per il terzo trimestre la domanda netta di prestiti alle imprese dovrebbe essere leggermente meno negativa (al -14 per cento) che nel secondo trimestre (cfr. figura C). In base a una scomposizione per dimensione dei mutuatari, la domanda netta di prestiti alle imprese dovrebbe risultare lievemente meno e più negativa rispettivamente per le PMI e per le grandi imprese.

Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie è lievemente calata (al 30 per cento, dal 33 per cento del primo trimestre; cfr. figura D). Tale andamento è ascrivibile principalmente al deterioramento delle aspettative sull'attività economica in generale e delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Anche i costi della provvista e i vincoli di bilancio hanno agito in direzione di un irrigidimento, mentre la concorrenza delle altre banche ha continuato a contribuire a un allentamento. Per quel che rigurda i termini e le condizioni del credito, i margini sui prestiti di qualità media hanno continuato ad aumentare, benché in misura minore che nel primo trimestre, (23 per cento, contro il 25 per cento del primo trimestre) come pure quelli sui prestiti più rischiosi (30 per cento, dal 37 per cento). Quanto ai

Figura D Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

termini e alle condizioni diversi dal prezzo, l'irrigidimento del rapporto fra il valore del prestito e quello dell'immobile è stato analogo a quello segnalato per i margini sui prestiti più rischiosi. Per il terzo trimestre le banche interpellate si attendono che l'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni rimanga per lo più invariato (al 29 per cento) rispetto al secondo trimestre (cfr. figura D).

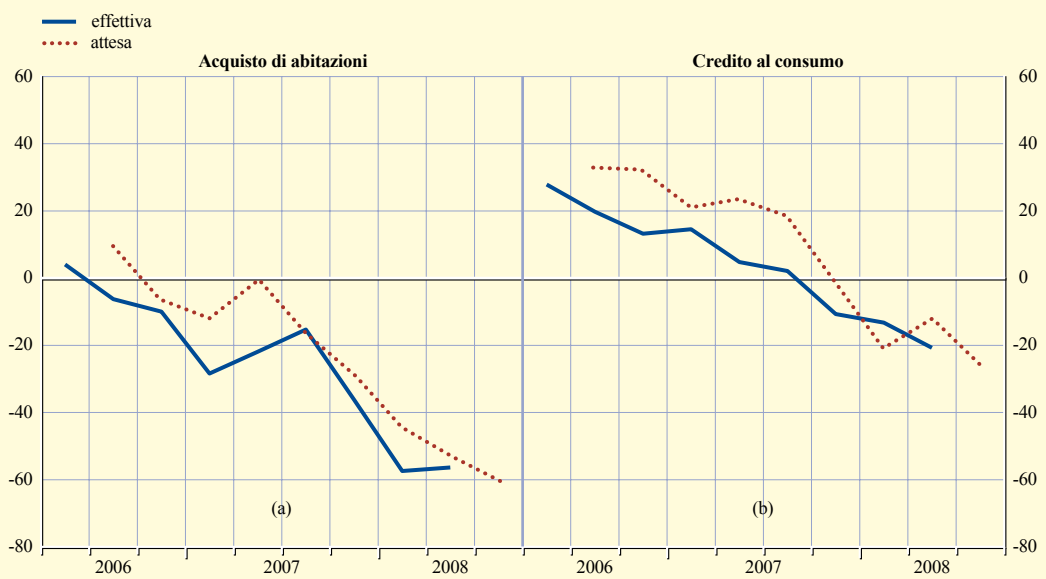
Domanda di prestiti. La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasta negativa nel secondo trimestre, su valori sostanzialmente invariati rispetto al primo (-56 per cento, contro -57 per cento del primo trimestre; cfr. figura E). Ciò riflette principalmente il peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del clima di fiducia dei consumatori. Per il terzo trimestre la domanda netta dovrebbe risultare leggermente più negativa (-60 per cento).

Prestiti per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Criteri per la concessione del credito. Nel secondo trimestre del 2008 la percentuale netta di banche segnalanti un irrigidimento dei criteri applicati per l'erogazione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie è lievemente aumentata (al 24 per cento, dal 19 per cento del trimestre precedente; cfr. figura F), rimanendo tuttavia inferiore a quella relativa ai mutui per l'acquisto di abitazioni. I principali fattori all'origine di questo ulteriore aumento dell'irrigidimento netto sono stati i rischi percepiti dalle banche in connessione con il deterioramento delle aspettative riguardo all'attività economica in generale e al merito di credito dei consumatori, unitamente a quelli relativi alle garanzie reali richieste. Per quel che concerne i termini e le condizioni, l'irrigidimento è stato attuato principalmente attraverso l'aumento dei

Figura E Variazione nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo da parte delle famiglie

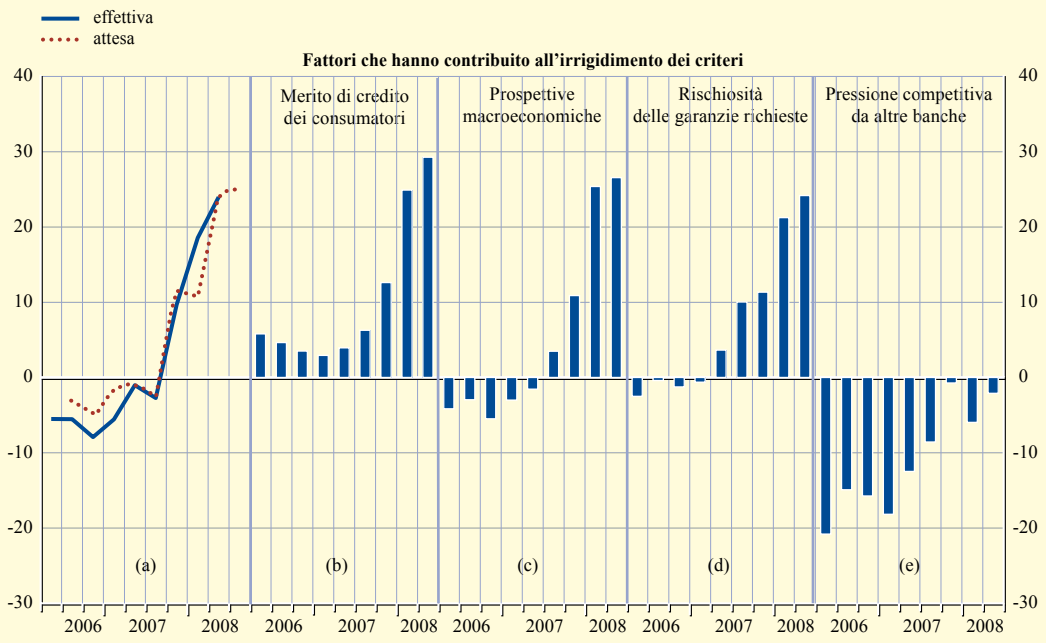
(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

Figura F Variazione nei criteri per la concessione di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie

(saldi percentuali)



Nota: cfr. nota della figura A.

margini sui prestiti. Mentre l'irrigidimento netto dei margini sui prestiti più rischiosi è rimasto sostanzialmente immutato dopo i notevoli incrementi dei trimestri precedenti, quello dei margini sui prestiti di qualità media si è fatto leggermente più pronunciato.

Per il terzo trimestre l'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie dovrebbe restare per lo più invariato (al 25 per cento) rispetto al secondo trimestre (cfr. figura F).

Domanda di prestiti. La domanda netta di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie è rimasta negativa, riducendosi ulteriormente nel secondo trimestre (al -21 per cento, dal -13 per cento del primo trimestre; cfr. figura E). Al tempo stesso, essa è stata considerevolmente meno negativa di quella segnalata per i mutui per l'acquisto di abitazioni. Secondo le banche interpellate, il principale fattore di freno sulla domanda è stato il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori. Nel terzo trimestre la domanda netta dovrebbe restare negativa e diminuire nuovamente (al -26 per cento) rispetto al secondo trimestre.

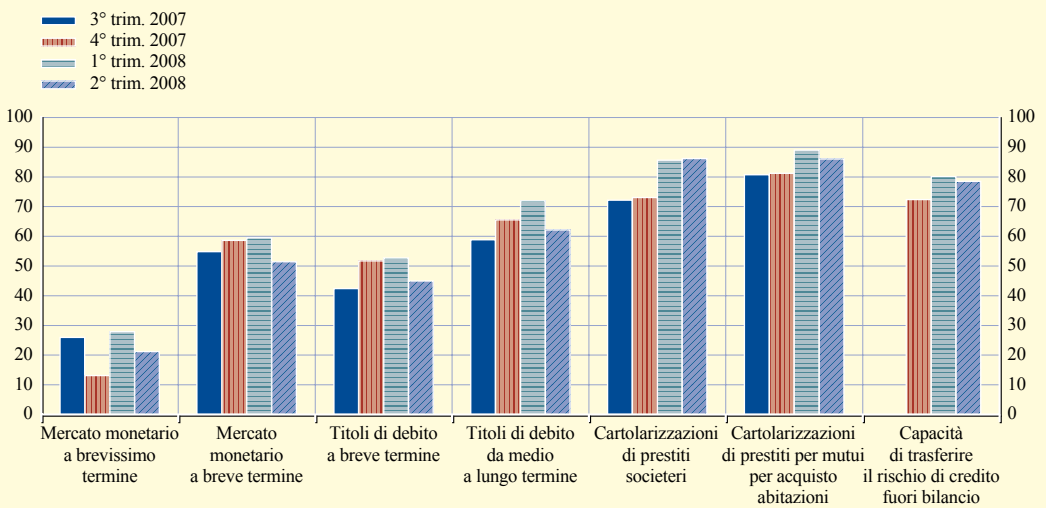
Domande puntuali sulle turbolenze finanziarie

L'indagine di luglio conteneva la stessa serie di domande puntuali poste nelle rilevazioni precedenti al fine di valutare gli effetti delle tensioni che interessano i mercati finanziari dalla seconda metà del 2007.

Per quanto concerne il finanziamento delle banche presso i mercati all'ingrosso, gli istituti interpellati hanno indicato che nel secondo trimestre le difficoltà di accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito riscontrate a seguito delle turbolenze finanziarie sono leggermente diminuite rispetto al primo trimestre (cfr. figura G). Come già nella precedente rilevazione, una percentuale maggiore di banche ha incontrato difficoltà a finanziarsi tramite l'emissione di obbligazioni a medio-lungo termine rispetto a titoli a breve. Diversamente da quanto osservato per i mercati mo-

Figura G Accesso al finanziamento sul mercato all'ingrosso

(valori percentuali)



Nota: le percentuali sono ottenute sommando le quote delle banche che hanno risposto "notevolmente ostacolato" e "lievemente ostacolato".

netari e quelli dei titoli di debito, dove le banche hanno avuto un miglioramento nell'accesso, per l'accesso alle cartolarizzazioni, di tipo sia *pro soluto* sia sintetico, hanno continuato a presentarsi per lo più le stesse difficoltà segnalate nel trimestre precedente. L'80-90 per cento circa delle banche interpellate ha indicato di incontrare ostacoli nell'accesso al mercato della cartolarizzazione. Nel complesso, gli istituti partecipanti hanno avvertito un certo allentamento delle condizioni di finanziamento all'ingrosso rispetto al trimestre precedente. Per i prossimi tre mesi l'accesso al finanziamento sui mercati monetari e dei titoli di debito dovrebbe rimanere difficoltoso, senza cambiamenti di rilievo rispetto al secondo trimestre. Tuttavia, la percentuale di banche che si attende di continuare a riscontrare difficoltà considerevoli nell'accesso alla cartolarizzazione è diminuita rispetto all'indagine precedente.

In linea con le minori difficoltà di accesso ai mercati monetari e dei titoli di debito, le banche hanno segnalato che l'impatto di queste fonti di finanziamento sul credito bancario è leggermente diminuito in termini sia di importi erogati sia di margini applicati. Per quanto riguarda invece le cartolarizzazioni, l'impatto delle condizioni sfavorevoli si è fatto più pronunciato in termini di importi erogati, mentre è rimasto sostanzialmente invariato nel caso dei margini. Per l'insieme delle opzioni di provvista le banche hanno segnalato che l'impatto sui margini è stato maggiore rispetto a quello sugli importi erogati. Circa un terzo degli istituti interpellati ha dichiarato che l'esigenza di onorare gli impegni assunti nei confronti di programmi di *asset-backed commercial paper* emessi da società veicolo e *structured investment vehicles* ha avuto ripercussioni sulle politiche di erogazione del credito.

Infine, con riferimento agli effetti prodotti sulle politiche di credito dalla variazione dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche, nel secondo trimestre la percentuale di istituti che hanno dichiarato la presenza di un impatto sul capitale ma non sull'attività di prestito è stata considerevolmente inferiore rispetto al primo trimestre.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

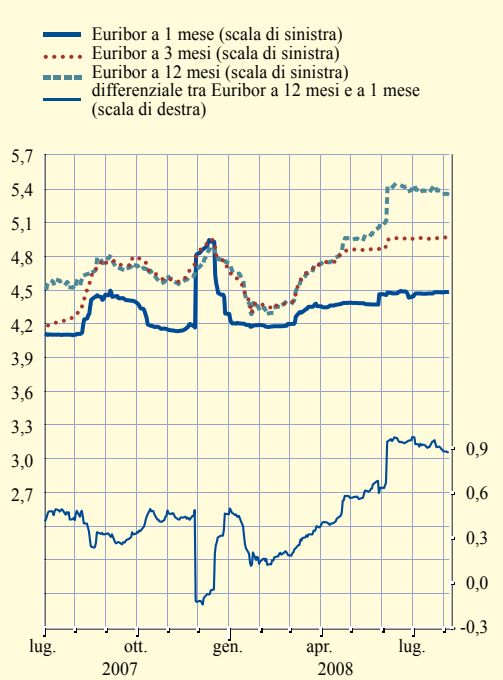
I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti sostanzialmente stabili in luglio e all'inizio di agosto, mentre quelli sui depositi garantiti sono aumentati in linea con il cambiamento delle aspettative di mercato in merito ai futuri tassi di riferimento della BCE. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia e quelli garantiti sono diminuiti, seppur rimanendo su livelli elevati rispetto al periodo precedente all'inizio delle tensioni finanziarie nell'agosto 2007.

I tassi del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti sostanzialmente sullo stesso livello tra il 9 luglio e il 6 agosto. In quest'ultima data i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente al 4,49, 4,97, 5,17 e 5,35 per cento, ossia a 2, 1 e 2 punti base in più e a 4 punti base in meno rispetto ai livelli osservati il 9 luglio (cfr. figura 9).

Di conseguenza, il 6 agosto il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si era ridotto leggermente, a 87 punti base, dai 93 del 9 luglio (cfr. figura 9). Nel contempo, le aspettative di mercato in merito ai tassi di riferimento della BCE, desunte dagli *swap* sull'Eonia, sono aumentate lievemente tra il 9 luglio e il 6 agosto. Nello stesso periodo, i differenziali tra l'Euribor sui depositi privi di garanzia e l'indice degli *swap* sull'Eonia sono rimasti sostanzialmente invariati, permanendo su livelli elevati rispetto al periodo precedente all'inizio delle tensioni finanziarie nell'agosto 2007. Ad esempio, sulla scadenza a tre mesi il differenziale tra l'Euribor e l'indice degli *swap* sull'Eonia il 6 agosto è risultato pari a 62 punti base, contro i 65 del 9 luglio.

Figura 9 Tassi di interesse del mercato monetario

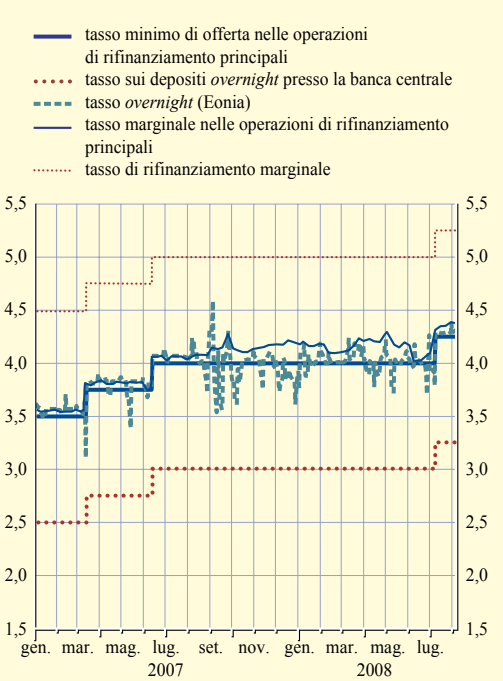
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: BCE e Reuters.

Figura 10 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

Il 6 agosto i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in settembre, dicembre 2008 e marzo 2009 si situavano rispettivamente al 5,00, 5,04 e 4,86 per cento, in calo di 3, 8 e 21 punti base rispetto al 9 luglio. Se confrontati con le aspettative implicite di mercato dei tassi a tre mesi sui depositi garantiti nel 2009, ciò potrebbe indicare un'anticipazione di un restringimento dei differenziali nel corso del prossimo anno.

Considerata la situazione di liquidità prevista dalla BCE negli ultimi giorni del sesto periodo di mantenimento del 2008 (terminato l'8 luglio), nell'ultimo giorno del periodo è stata condotta un'operazione di regolazione puntuale con scadenza *overnight* con la quale la BCE ha assorbito 14,5 miliardi di euro dal mercato. Nello stesso giorno l'Eonia si collocava al 3,79 per cento (cfr. figura 10).

Il 3 luglio il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base, fissando il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 4,25 per cento a partire dal 9 luglio. Nei primi giorni del settimo periodo di mantenimento (conclusosi il 12 agosto) l'Eonia si è stabilizzato attorno al 4,28 per cento. Durante tale periodo di mantenimento, al fine di soddisfare il desiderio delle controparti di adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale dello stesso, la BCE ha proseguito la politica di aggiudicare liquidità in eccesso rispetto al volume di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali, pur continuando a perseguire condizioni di liquidità equilibrate alla fine del periodo. Pertanto, nelle operazioni di rifinanziamento ordinarie settimanali dell'Eurosistema condotte l'8, il 15, il 22, il 29 luglio e il 5 agosto la BCE ha aggiudicato rispettivamente 18, 14, 10, 8 e 3 miliardi di euro in più rispetto al volume di riferimento corrispondente. I conseguenti tassi marginali d'asta per queste cinque operazioni sono stati pari rispettivamente al 4,32, 4,34, 4,35, 4,38 e 4,38 per cento.

Nell'operazione ordinaria di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema (ORLT) del 9 luglio (condotta con un importo di aggiudicazione fisso di 25 miliardi di euro e una scadenza di sei mesi) il tasso marginale si è collocato al 4,93 per cento e quello medio ponderato al 5,03 per cento. Nell'ORLT del 30 luglio (condotta con un importo di aggiudicazione fisso di 50 miliardi di euro e una scadenza di tre mesi) il tasso marginale e quello medio ponderato si sono situati rispettivamente al 4,7 e al 4,76 per cento. Il tasso marginale di tale operazione è risultato inferiore di 26 punti base al livello dell'Euribor a tre mesi del 30 luglio e maggiore di 20 punti base rispetto al tasso marginale della precedente ORLT a tre mesi del 25 giugno.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

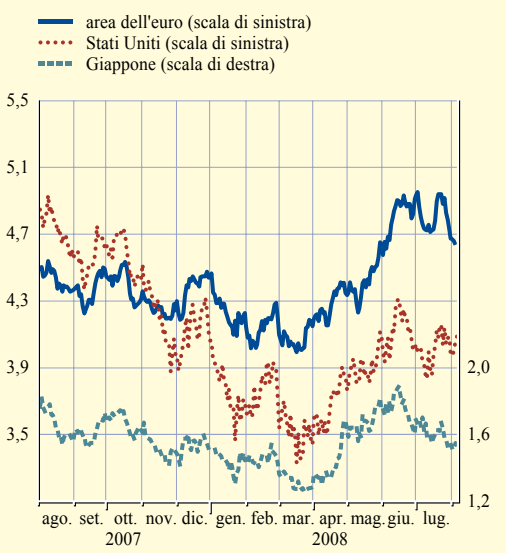
In luglio i mercati obbligazionari mondiali sono stati caratterizzati da una forte volatilità. Nell'area dell'euro all'inizio di agosto i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine erano calati nettamente dai massimi su dodici mesi registrati alla fine di giugno. I rendimenti a più breve termine hanno accusato flessioni persino maggiori. Per contro, negli Stati Uniti i tassi di interesse a lungo termine sono leggermente aumentati tra la fine di giugno e l'inizio di agosto. Le attese di inflazione a medio e lungo termine e i relativi premi al rischio, riflessi nei tassi di inflazione di pareggio, sono diminuiti in entrambe le aree economiche, in particolare sugli orizzonti di medio periodo.

In luglio i mercati obbligazionari mondiali sono stati caratterizzati da una significativa volatilità. Gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno fatto registrare differenze anche fra i principali mercati tra la fine di giugno e l'inizio di agosto (cfr. figura 11). Nell'area dell'euro tra fine giugno e il 6 agosto i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 25 pun-

ti base, al 4,7 per cento. Per contro, negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono leggermente aumentati portandosi il 6 agosto al 4,1 per cento. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra i titoli decennali degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si è ristretto a -60 punti base. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di 10 punti base collocandosi all'1,5 per cento alla fine del periodo in rassegna. Dalla fine di giugno le misure della volatilità implicita del mercato obbligazionario sono calate lievemente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, indicando una moderata diminuzione dell'incertezza prevalente tra gli operatori di mercato in merito agli andamenti a breve termine dei rendimenti obbligazionari.

Figura 11 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



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

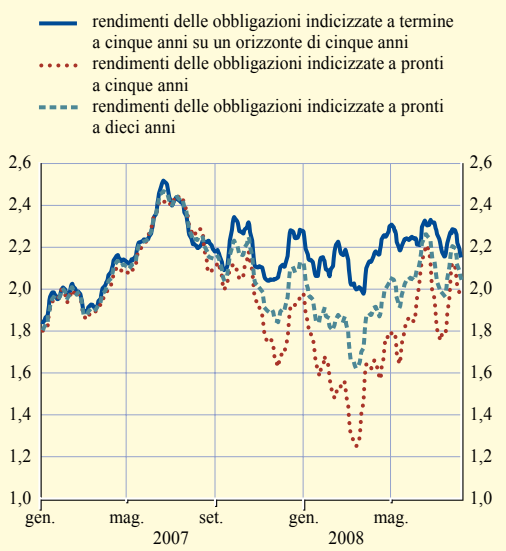
Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno evidenziato una notevole volatilità nelle ultime settimane, ma hanno terminato il periodo in esame in lieve rialzo rispetto alla fine di giugno. I rendimenti nominali a lungo termine sono stati fortemente sorretti dagli incrementi dei rendimenti dei titoli di Stato indicizzati a lungo termine. Tali aumenti dei rendimenti reali, che sono risultati particolarmente pronunciati sulle scadenze a medio termine, potrebbero rispecchiare l'inversione graduale delle precedenti riallocazioni di portafoglio verso titoli più sicuri connesse all'ondata di vendite sui mercati azionari nel secondo trimestre del 2008. L'impatto che i forti rialzi dei tassi reali hanno avuto sui rendimenti nominali è stato attenuato da un significativo calo dei tassi di inflazione di pareggio, probabilmente legato alle flessioni dei corsi petroliferi osservate da metà luglio. Di fatto, tali andamenti suggeriscono che nelle ultime settimane gli operatori di mercato potrebbero aver ridotto significativamente le proprie attese di inflazione su tutti gli orizzonti temporali, e in particolare su quelli medi. È tuttavia importante ricordare che tali cambiamenti osservati sull'insieme del periodo in esame dissimulano una significativa volatilità nel corso del periodo e che, considerati insieme alla volatilità del mercato azionario (cfr. la sezione 2.6), riflettono probabilmente in ampia misura anche riallocazioni di portafoglio a favore di attività più sicure.

Dalla fine di giugno anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno registrato una notevole volatilità. La flessione dei rendimenti delle obbligazioni nominali decennali osservata durante questo periodo rispecchia interamente i minori tassi di inflazione di pareggio, mentre i rendimenti reali a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 12). Tuttavia, nel corso del periodo la curva dei rendimenti reali a termine ha subito un significativo spostamento verso l'alto nei segmenti a breve-media scadenza, appiattendosi pertanto considerevolmente. Tale spostamento sembra essere connesso all'inversione delle precedenti riallocazioni di portafoglio a favore di attività più sicure.

Le attese di inflazione degli operatori di mercato, misurate dai tassi di inflazione di pareggio, si sono leggermente allentate nel periodo in esame, in particolare quelle a breve-medio termine,

Figura 12 Rendimenti *zero coupon*, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

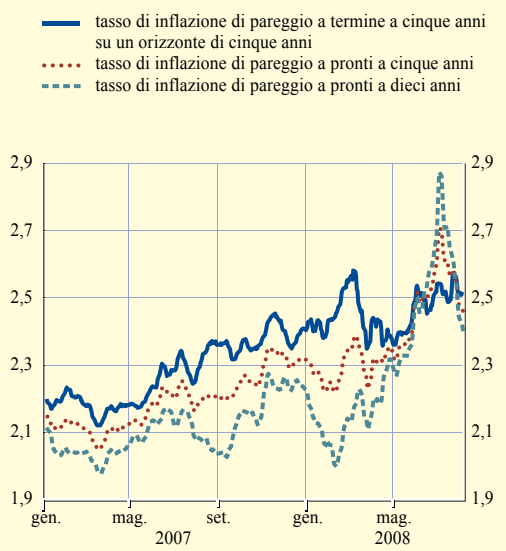
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 13 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)

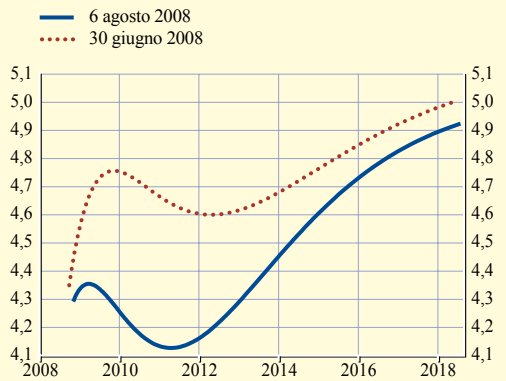


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

a seguito della riduzione dei corsi petroliferi (cfr. figura 13). La pronunciata flessione – pari a circa 60 punti base – dei tassi di inflazione di pareggio sulle scadenze a breve-medio termine ha interamente annullato l'inversione della struttura per scadenze dei tassi di inflazione di pareggio osservata a fine giugno. In tale contesto, il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale (una misura delle attese di inflazione soltanto a lungo termine e dei relativi premi al rischio) è rimasto sostanzialmente invariato da fine giugno su un livello elevato del 2,5 per cento. Tali andamenti della struttura per scadenze dei tassi di inflazione di pareggio si sono rispecchiati in quelli dei tassi *swap* indicizzati all'inflazione che hanno registrato forti ribassi sugli orizzonti a breve-medio termine mentre sono rimasti elevati sugli orizzonti più lunghi (2,6 per cento su quello decennale).

Figura 14 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 Rating.
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.

La curva dei tassi di interesse *overnight* impliciti a termine dell'area dell'euro si è spostata verso il basso su tutte le scadenze, e in particolare su quelle brevi e medie (cfr. figura 14). Ciò potrebbe suggerire che gli investitori hanno modificato le loro valutazioni sulle prospettive dell'attività economica e sulle pressioni infla-

zionistiche nell'area dell'euro a fronte delle recenti pubblicazioni di dati e del calo dei corsi petroliferi.

Nell'area dell'euro i differenziali creditizi del mercato delle obbligazioni societarie si sono ulteriormente ampliati in luglio e all'inizio di agosto. I differenziali di rendimento tra le obbligazioni con merito di credito BBB e i titoli di Stato comparabili sono cresciuti di circa 30 punti base nel periodo in rassegna. Mentre l'ampliamento dei differenziali è stato modesto per le imprese non finanziarie, esso è risultato più pronunciato per quelle finanziarie. Di conseguenza, i differenziali delle società finanziarie sono rimasti particolarmente elevati, su livelli prossimi o superiori ai massimi osservati dall'avvio della turbolenza finanziaria l'estate scorsa.

Il riquadro 3 spiega come l'inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento evidente nel rialzo dei rendimenti delle obbligazioni societarie abbia contribuito a un rallentamento nel processo di consolidamento del settore non finanziario dell'area dell'euro. Di fatto, dopo diversi anni di intensa crescita, il livello dell'attività di fusioni e acquisizioni e i connessi prestiti sindacati sono calati significativamente negli ultimi mesi.

Riquadro 3

ANDAMENTI RECENTI DELL'ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

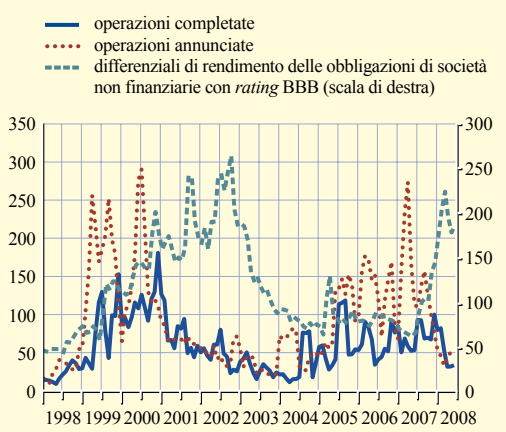
Sullo sfondo dell'aumento degli *spread* creditizi nel contesto della turbolenza finanziaria, nella prima metà di quest'anno si è assistito a un pronunciato rallentamento dell'attività di fusione e acquisizione nel settore non finanziario dell'area dell'euro. Il valore delle operazioni perfezionate in cui le società dell'area dell'euro figuravano in veste di acquirenti è sceso a 83 miliardi di euro nella prima metà del 2008, in calo del 50 per cento dalla seconda metà del 2007 e del 30 per cento dal periodo corrispondente dell'anno precedente. In particolare, nel secondo trimestre del 2008 il valore di tali operazioni era pari ad appena 32 miliardi di euro, il dato trimestrale più basso dal secondo trimestre del 2004. Questo andamento rappresenta una rottura rispetto ai vigorosi sviluppi dell'attività osservati dal 2005.

Il rallentamento non è stato inatteso, come si può desumere dalla flessione ancora più pronunciata del volume di operazioni annunciate (cfr. figura A). Queste ultime, che per natura precorrono le operazioni perfezionate con un anticipo medio di uno-due trimestri, erano già diminuite considerevolmente nel quarto trimestre del 2007. Di conseguenza, il livello modesto delle operazioni annunciate osservato finora nel 2008 fa ritenere che non vi sia da attendersi un recupero, quantomeno nella parte restante dell'anno.

Il livello dell'attività di fusione e acquisizione negli ultimi anni è comparabile in termini di dimensione al picco storico registrato nel periodo 1999-2001. Ad esempio, il valore delle operazioni totali perfezionate fra il 2005 e il 2007 è stato di 786 miliardi di euro, di poco inferiore ai 1054 miliardi del 1999-2001. La scomposizione delle operazioni in base al metodo di pagamento (cfr. figura B) indica che questi due episodi presentano analogie per quanto riguarda il valore delle operazioni finanziate per cassa e tramite l'emissione di titoli di debito (pari nel complesso a circa 730 miliardi di euro in entrambi i periodi). La differenza tra i due periodi considerati è riconducibile al massiccio ricorso agli scambi di azioni nel 2000, un fenomeno direttamente collegato al livello eccessivo delle quotazioni azionarie all'epoca, specie nei settori delle telecomunicazioni,

Figura A Operazioni di fusione e acquisizione annunciate e completate con società non finanziarie dell'area dell'euro in qualità di acquirenti

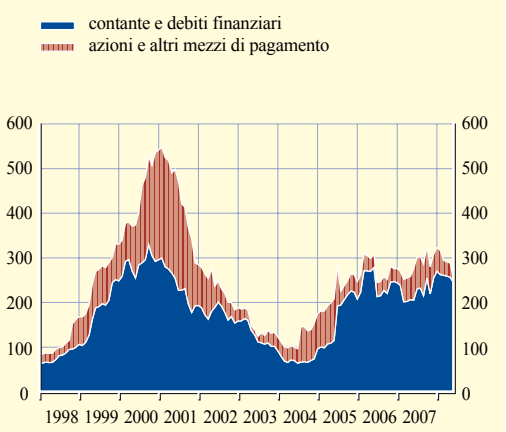
(miliardi di euro e punti base)



Fonti: Bureau Van Dijk (banca dati Zephyr) e Merril Lynch.
Nota: i dati relativi alle operazioni sono totali mobili di tre mesi.

Figura B Operazioni di fusione e acquisizione per mezzo di pagamento

(miliardi di euro; totali mobili di 12 mesi)



Fonte: Bureau Van Dijk (banca dati Zephyr).

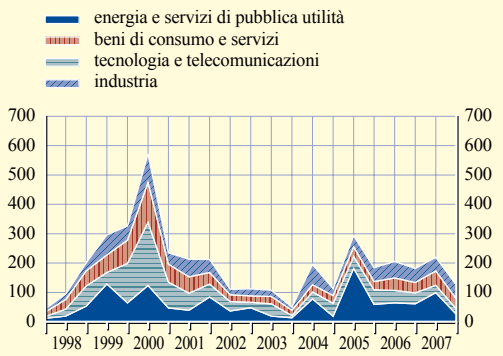
dei mezzi di comunicazione e delle tecnologie. In questi settori la sopravvalutazione dei titoli azionari intorno al volgere del secolo aveva reso possibile effettuare un numero eccezionalmente elevato di operazioni di ingente ammontare.

Poiché nel periodo 2005-07 gli andamenti dei mercati azionari non hanno mostrato segnali di una sopravvalutazione significativa in alcun settore specifico, la composizione settoriale dell'attività di fusione e acquisizione è divenuta più omogenea. Mentre l'ondata di operazioni negli ultimi anni novanta era in larga misura dovuta al boom delle transazioni collegate al settore delle tecnologie e al consolidamento di quello delle telecomunicazioni, quella attuale si è caratterizzata per una quota maggiore di operazioni nei settori più tradizionali (cfr. figura C). In particolare, varie importanti transazioni hanno interessato i settori dell'energia, dei materiali e dei servizi di pubblica utilità, a testimonianza della tendenza al consolidamento delle imprese nel mercato ancora relativamente frammentato dell'area dell'euro. Inoltre, un certo numero di operazioni degne di nota è stato effettuato nel settore finanziario dell'area. Benché non siano discusse in questo riquadro, tali operazioni sono comunque rilevanti ai fini della valutazione del quadro complessivo dell'attività di fusione e acquisizione.

La recente ondata di fusioni e acquisizioni appare collegata al contesto di finanziamento favorevole prevalso fino all'estate del 2007. Da un lato, la solidità dei bilanci societari (dovuta, fra l'altro, alle ristrutturazioni su ampia scala condotte dopo lo scoppio della bolla dei titoli tecnologici nel 2001), il livello sostenuto della redditività e la crescente disponibilità di *cash flow* ha reso possibile per le imprese perseguire strategie di crescita esterna utilizzando risorse interne. Dall'altro lato, il livello persistentemente basso dei tassi di interesse sia nominali sia reali nelle principali aree economiche – unitamente all'entità storicamente esigua degli *spread* misurati dai differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie (cfr. figura A) o dai premi sui *credit default swap* – hanno creato condizioni propizie per il ricorso diffuso al finanziamento esterno.

Figura C Operazioni di fusione e acquisizione per settore

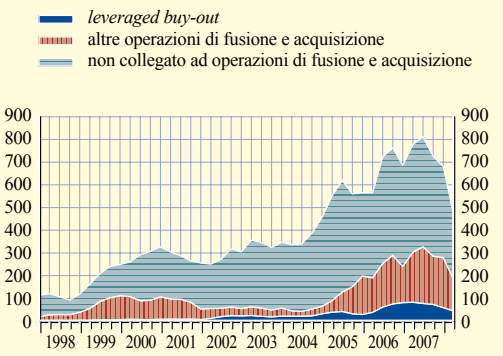
(miliardi di euro; dati semestrali)



Fonti: Bureau Van Dijk (banca dati Zephyr).

Figura D Prestiti sindacati nell'area dell'euro

(miliardi di euro; totali mobili di quattro trimestri)



Fonte: Thomson ONE Bankers.

In tale contesto, altri fattori di natura strutturale hanno favorito l'offerta di fondi alle imprese. L'innovazione finanziaria – segnatamente per quanto riguarda l'accresciuta capacità delle banche di rivendere e ristrutturare gli impieghi e lo sviluppo di un mercato secondario per i prestiti alle imprese – ha potenziato l'offerta di credito bancario. L'estensione della gamma di prestatori al di là del settore bancario tradizionale, ad esempio agli assemblatori di *collateralised loan obligations* e, in ultima istanza, agli investitori istituzionali, ha anch'essa contribuito a tale sviluppo. La crescita del mercato dei prestiti consorziali nell'area dell'euro ha rappresentato una fonte fondamentale di finanziamento durante la recente ondata di fusioni e acquisizioni e costituisce una novità significativa rispetto al precedente episodio esaminato. Nel periodo 2005-07 il volume totale di prestiti consorziali è aumentato a 2050 miliardi di euro, circa due volte e mezzo il livello osservato nel 1999-2001, quando lo stadio di sviluppo del mercato era inferiore.

È degno di nota che un'ampia parte di questa espansione creditizia sia stata incanalata verso attività di fusione e acquisizione (cfr. figura D). Tale evoluzione riflette in parte il netto aumento delle dimensioni del settore del *private equity*, come mostra la quota crescente di operazioni di *leveraged buy-out* (LBO). La contrazione osservata nei prestiti consorziali collegati a fusioni e acquisizioni e a LBO a partire dall'estate del 2007 è stata chiaramente strumentale al decremento registrato dalle operazioni (annunciate) di fusione e acquisizione nello stesso periodo. Al riguardo, il calo dei prestiti sindacati indica che il tasso di crescita complessivo dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro potrebbe diminuire ulteriormente nei prossimi trimestri.

Nel complesso, la flessione dell'attività di fusione e acquisizione nel 2008 è una chiara conseguenza della rivalutazione del rischio osservata per un'ampia gamma di strumenti finanziari a seguito della turbolenza scoppiata nell'estate del 2007. Le condizioni di finanziamento prevalse da allora sono state più tese e volatili, caratterizzandosi per un aumento degli *spread* creditizi, un prosciugamento della liquidità in vari importanti segmenti dei mercati del reddito fisso e una contrazione dei mercati delle cartolarizzazioni e dei prestiti consorziali. Questi sviluppi si sono tradotti in un considerevole rallentamento dell'attività di fusione e acquisizione nel settore

delle società non finanziarie dell'area dell'euro, come desumibile dal calo repentino delle nuove operazioni annunciate osservato fin dal quarto trimestre del 2007. Nel 2008 lo scenario macroeconomico e il deterioramento delle aspettative relative alla redditività delle imprese hanno ulteriormente contribuito alla contrazione, mettendo in particolare in dubbio le operazioni a più elevato grado di leva, i cui risultati economici dipendono in definitiva dalla capacità di generare *cash flow* per rimborsare il debito. Al tempo stesso, il disimpegno degli operatori attivi nel *private equity* e nelle LBO potrebbe gradualmente lasciare maggior spazio alle fusioni e acquisizioni più tradizionali connesse con il consolidamento intrasettoriale. Parallelamente, la ridotta propensione al ricorso alla leva finanziaria e all'assunzione di rischio potrebbe concorrere alla sostenibilità di più lungo periodo dei bilanci societari nell'area dell'euro.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In giugno i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie hanno teso al rialzo, rispecchiando sostanzialmente l'incremento dei tassi di interesse di mercato. L'aumento dei costi di finanziamento delle banche dall'inizio della turbolenza dei mercati finanziari a metà 2007 non è ancora stato interamente trasferito ai tassi di interesse bancari.

In maggio e giugno i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono in generale aumentati in un contesto di analoghi incrementi della maggior parte dei tassi del mercato monetario (cfr. tavola 4 e figura 15). Tra aprile e giugno i tassi di interesse sui depositi delle famiglie a breve termine (ossia con durata prestabilita fino a un anno) hanno registrato un rialzo di 16 punti base, avvenuto per la gran parte in giugno, mentre quelli sui depositi a breve termine delle società non finanziarie sono rimasti invariati in maggio e giugno. I tassi sui nuovi prestiti a breve termine alle famiglie finalizzati al consumo sono rimasti sostanzialmente invariati in giugno, dopo un aumento di 13 punti base in maggio. Questa tipologia di tassi è spesso caratterizzata da alti livelli di volatilità. Tra aprile e giugno i tassi a breve termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti di 25 punti base; in alcuni paesi dell'area dell'euro tali tassi sono legati all'Euribor a dodici mesi, che è aumentato di 55 punti base nello stesso periodo. In giugno i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti di importo fino a un milione di euro alle società non finanziarie con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno sono saliti di 6 punti base e i corrispondenti tassi sui prestiti di importo superiore a un milione di euro sono aumentati di 8 punti base. Nello stesso mese i tassi di interesse sugli scoperti bancari per le società non finanziarie sono cresciuti di 11 punti base. Questi andamenti sono in parte riconducibili al fatto che il tasso del mercato monetario a tre mesi ha registrato un incremento di 8 punti base sia in maggio che in giugno.

In una prospettiva di più lungo periodo, tra il giugno 2007 e il giugno 2008, a fronte di un aumento di 79 punti base del tasso del mercato monetario a tre mesi, i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui depositi delle famiglie e delle società non finanziarie sono saliti rispettivamente di 65 e 34 punti base. Nel contempo i tassi sui prestiti alle famiglie per consumo e per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti rispettivamente di 51 e 48 punti base. I tassi a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie fino a un milione di euro sono aumentati di 62 punti base, mentre quelli sui prestiti a breve termine oltre 1 milione di euro sono cresciuti di 45 punti base. Nel complesso, dall'inizio delle tensioni sui mercati del credito a metà 2007 i tassi di interesse a breve termine delle IFM hanno registrato rialzi leggermente meno pronunciati rispetto ai tassi del mercato monetario, implicando che gli incrementi dei costi del finanziamento all'ingrosso e da

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati [1])

							Variazione in punti base fino a giugno 2008 [2]		
	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.	2008 mag.	2008 giu.	2007 nov.	2008 feb.	2008 mag.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,77	4,07	4,28	4,14	4,31	4,42	34	32	11
con durata prestabilita oltre due anni	2,73	3,08	3,09	3,00	3,08	3,20	10	7	12
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,41	2,57	2,61	2,71	2,74	2,75	17	7	1
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	3,31	3,50	3,67	3,78	3,84	3,88	25	11	4
Depositi *overnight* detenuti da società non finanziarie	1,79	1,92	1,97	2,03	2,06	2,07	6	6	1
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	3,93	4,13	4,26	4,19	4,25	4,27	16	20	2
con durata prestabilita oltre due anni	4,09	4,37	4,18	4,21	4,52	4,82	70	47	30
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	8,09	8,50	8,24	8,50	8,59	8,60	30	14	1
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,99	5,23	5,31	5,21	5,35	5,47	17	20	12
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,89	5,08	5,06	4,96	4,99	5,08	-2	7	9
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	6,18	6,50	6,63	6,55	6,57	6,68	17	13	11
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,53	5,92	6,08	5,91	6,09	6,16	21	31	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,00	5,24	5,28	5,22	5,24	5,40	11	19	16
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	4,90	5,21	5,33	5,18	5,27	5,35	27	31	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	5,17	5,43	5,47	5,34	5,43	5,58	20	45	15
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	4,15	4,74	4,85	4,60	4,86	4,94	30	58	8
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	4,45	4,10	4,05	3,54	4,14	4,72	78	132	58
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	4,57	4,19	4,14	3,65	4,20	4,75	75	111	55

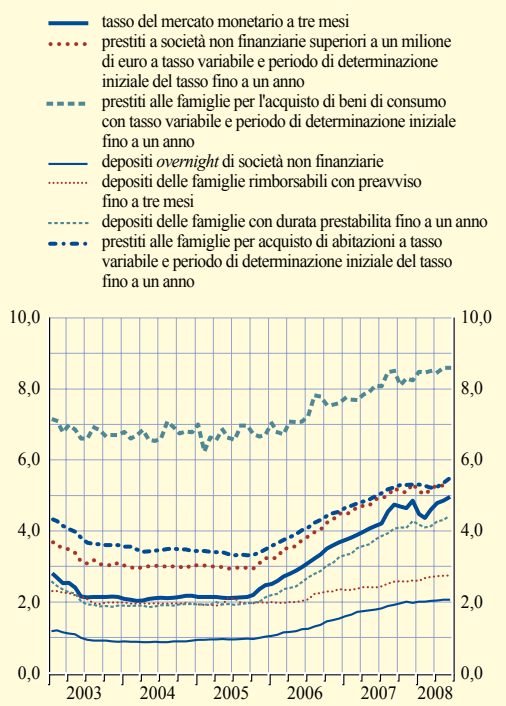
Fonte: BCE.
1) I tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino. I dati trimestrali si riferiscono alla fine del trimestre.
2) Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

cartolarizzazioni per le banche a fronte delle persistenti distorsioni dei mercati interbancari non sono stati interamente trasferiti.

In giugno i tassi di interesse a lungo termine praticati dalle IFM su depositi con scadenza superiore a due anni sono aumentati di 12 punti base per i depositi delle famiglie e sono aumentati di 30 punti base per quelli delle società non finanziarie (cfr. tavola 4 e figura 16). In maggio e giugno è continuata anche la tendenza al rialzo dei tassi delle IFM a lungo termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I tassi sui prestiti alle società non finanziarie fino a un milione di euro sono saliti di 20 punti base tra aprile e giugno, mentre i corrispondenti tassi sui prestiti di importo superiore a 1 milione di euro sono aumentati di 9 punti base nello stesso periodo (cfr. figura 16).

Figura 15 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

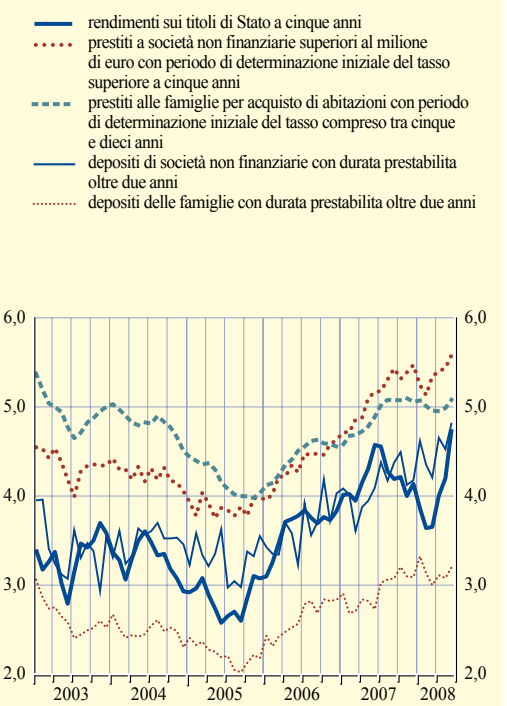
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati [1])



Fonte: BCE.
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Figura 16 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; tassi ponderati [1])



Fonte: BCE.
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

I rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni sono cresciuti rispettivamente di 86 e 75 punti base tra aprile e giugno. Va tuttavia rilevato che la maggior parte di tali incrementi è avvenuta in giugno, quando i rendimenti dei titoli di Stato a due e cinque anni sono aumentati rispettivamente di 59 e 55 punti base.

Considerando l'andamento di più lungo periodo, i tassi applicati dalle IFM su depositi e prestiti a più lunga scadenza sono aumentati leggermente dal giugno 2007 al giugno 2008. I tassi di interesse delle IFM sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a dieci anni sono cresciuti di 38 punti base nello stesso periodo. I tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie fino a 1 milione di euro con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono aumentati di 37 punti base, mentre i corrispondenti tassi per i prestiti di maggiore entità sono saliti di 31 punti base. I rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati in misura inferiore in tale periodo, con i rendimenti per le scadenze a due e cinque anni saliti di 27 e 18 punti base rispettivamente. Di conseguenza, i differenziali fra i tassi sui prestiti delle IFM e i rendimenti dei titoli di Stato si sono leggermente ampliati dall'inizio delle turbolenze finanziarie, rispecchiando l'incremento dei costi di finanziamento per le banche.

Tra la fine di giugno 2007 e giugno 2008 il costo del finanziamento dei prestiti delle IFM, riflesso nei rendimenti delle obbligazioni bancarie, è salito di quasi 170 punti base.

2.6 MERCATI AZIONARI

Gli andamenti delle quotazioni azionarie dei principali mercati sono rimasti volatili in luglio. Malgrado le pronunciate oscillazioni nel corso del periodo in esame, all'inizio di agosto i corsi azionari erano sostanzialmente invariati rispetto alla fine di giugno sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Tali oscillazioni sono riconducibili alla volatilità dei prezzi delle materie prime, agli annunci di utili e più di recente alla decisione di politica monetaria del 5 agosto da parte della Federal Reserve. L'incertezza prevalente sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita leggermente nelle principali piazze tra la fine di giugno e gli inizi di agosto.

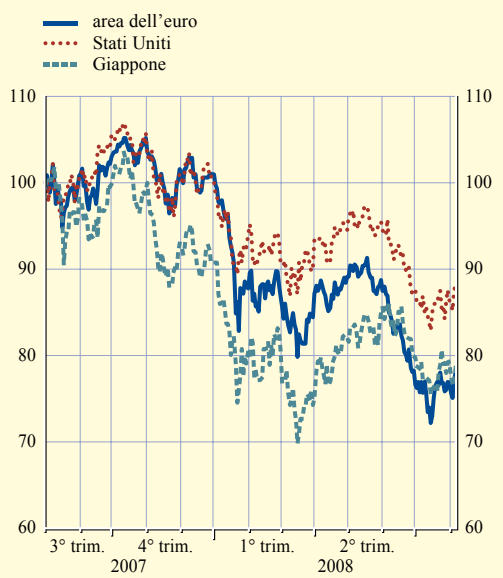
Malgrado le pronunciate oscillazioni nel corso del periodo in esame, all'inizio di agosto gli indici azionari globali erano sostanzialmente invariati rispetto alla fine di giugno, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 17). In particolare, la tendenza al ribasso iniziata a metà del secondo trimestre è proseguita nella prima quindicina di luglio ed è stata seguita da una ripresa e da una certa stabilizzazione nella seconda metà di luglio e all'inizio di agosto. La decisione della Federal Reserve di mantenere invariati i tassi di interesse in occasione della sua riunione del 5 agosto è stata accolta positivamente dai mercati azionari mondiali. Nel complesso, l'indice Dow Jones EURO STOXX ha registrato una lieve flessione sul periodo di riferimento, mentre l'indice Standard & Poor's 500 ha segnato un leggero rialzo. In Giappone le quotazioni azionarie, misurate dall'indice Nikkei 225, sono calate del 2 per cento nello stesso periodo. L'incertezza prevalente sui mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita ricavata dalle opzioni su azioni, è diminuita leggermente nelle principali piazze dopo gli aumenti di giugno (cfr. figura 18).

Nella prima metà di luglio negli Stati Uniti è proseguita la tendenza al ribasso delle quotazioni azionarie osservata dal maggio 2007, sotto l'impatto avverso della pubblicazione di deboli utili delle imprese statunitensi, ulteriori preoccupazioni in merito al settore finanziario statunitense e rincari del petrolio. Da metà luglio i corsi azionari sono stati sostenuti dalla discesa dei prezzi del petrolio e da notizie meno negative del previsto sugli utili riportati dalle imprese statunitensi. Più di recente, la decisione del 5 agosto del *Federal Open Market Committee* di mantenere invariati i tassi e le aspettative dei mercati riguardo le prossime decisioni di politica monetaria hanno contribuito al rimbalzo dei corsi azionari statunitensi nella prima parte di agosto. Nel complesso, l'indice Standard & Poor's 500 ha terminato il periodo in esame in rialzo di quasi l'1 per cento rispetto alla fine di giugno. Il tasso di crescita degli utili annui per azione delle società incluse nell'indice Standard & Poor's 500 è rimasto negativo al -5 per cento in luglio, ma le previsioni di crescita degli utili nei prossimi dodici mesi sono leggermente aumentate al 16 per cento, indicando che gli analisti si attendono in generale che la flessione degli utili abbia breve durata.

Gli andamenti dei corsi azionari dell'area dell'euro hanno sostanzialmente rispecchiato il mercato statunitense. I dati di luglio sugli utili per azione nell'area dell'euro hanno mostrato che la crescita degli utili effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones EURO STOXX 50 ha continuato a diminuire, per il settimo mese consecutivo. Tuttavia, il tasso di crescita atteso degli utili per azione sull'orizzonte a dodici mesi è rimasto sostanzialmente invariato all'8 per cento dal mese precedente e quello a più lungo termine si è collocato al 7 per cento. Nel complesso, per le azioni dell'area dell'euro le notizie di luglio relative agli utili sono state in generale migliori del previsto. In termini di andamenti settoriali, la ripresa della seconda metà del periodo in esame è stata particolarmente

Figura 17 Indici dei corsi azionari

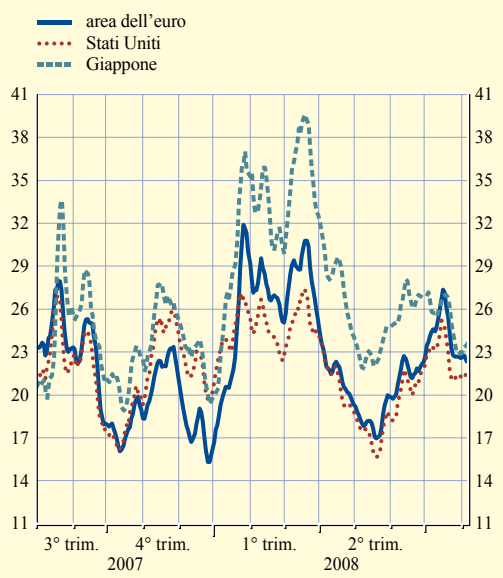
(indice: 1° agosto 2007 = 100; dati giornalieri)



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 18 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.

marcata per i titoli finanziari, che sono riusciti a recuperare interamente le perdite della prima metà di luglio e hanno terminato il periodo circa il 4 per cento sopra i livelli di fine giugno. Il settore del petrolio e del gas ha registrato il peggior rendimento, in linea con il calo dei corsi petroliferi, mentre quelli dei beni di consumo e dei servizi hanno sopravanzato il risultato dell'indice complessivo malgrado il deterioramento delle prospettive economiche.

In luglio e all'inizio di agosto la volatilità implicita è calata nei principali mercati azionari, indicando che l'incertezza sugli andamenti a breve termine delle quotazioni azionarie potrebbe essere leggermente diminuita.

3 PREZZI E COSTI

In giugno l'inflazione misurata sullo IAPC ha raggiunto il 4,0 per cento e, secondo la stima rapida dell'Eurostat, il 4,1 in luglio. Gli elevati tassi di inflazione registrati dallo scorso autunno sono stati determinati principalmente dagli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari osservati negli ultimi mesi su scala mondiale. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti future *per le materie prime, è probabile che l'inflazione al consumo si mantenga nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo piuttosto prolungato, registrando soltanto una graduale moderazione nel 2009.*

I rischi per la stabilità dei prezzi restano chiaramente orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo e sono aumentati negli ultimi mesi. In particolare, essi includono la possibilità di ulteriori rincari dei prodotti energetici e alimentari e crescenti effetti indiretti sui prezzi al consumo. Il processo di formazione dei salari e dei prezzi potrebbe anche acuire le pressioni inflazionistiche attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Infine, aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati costituiscono ulteriori potenziali rischi al rialzo.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata al 4,1 per cento in luglio, dal 4,0 del mese precedente. Sebbene non siano ancora disponibili le stime ufficiali dei dati disaggregati per le componenti dell'indice in luglio, l'evidenza disponibile a livello nazionale suggerisce che l'incremento dell'inflazione sia dovuto soprattutto ai rincari dei prodotti energetici e alimentari.

I dati disaggregati per l'indice di giugno indicano che l'accelerazione della dinamica dei prezzi dei beni energetici (collocatasi al 16,0 per cento) è stata la principale determinante dell'incremento dell'inflazione complessiva (cfr. figura 19). In giugno le quotazioni dei beni energetici sono aumentate del 2,5 per cento sul mese precedente, a causa di un ulteriore rincaro del greggio. In particolare i prezzi dei carburanti per riscaldamento e trasporti sono aumentati in modo particolarmente brusco sul mese precedente. Sono emersi, inoltre, segnali di pressioni al rialzo delle quotazioni dei prodotti

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

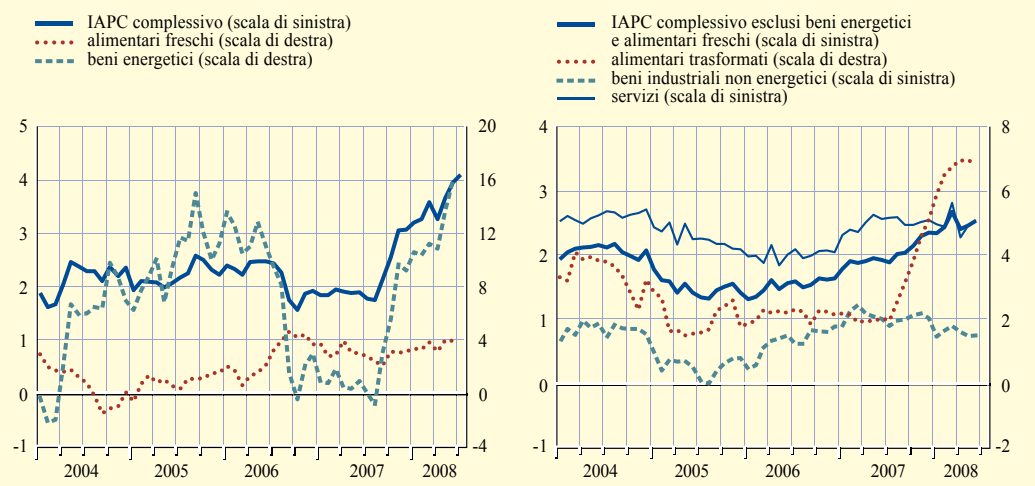
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2006	2007	2008 feb.	2008 mar.	2008 apr.	2008 mag.	2008 giu.	2008 lug.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	2,2	2,1	3,3	3,6	3,3	3,7	4,0	4,1
Beni energetici	7,7	2,6	10,4	11,2	10,8	13,7	16,0	.
Alimentari non trasformati	2,8	3,0	3,3	3,8	3,1	3,9	3,9	.
Alimentari trasformati	2,1	2,8	6,5	6,8	7,0	6,9	7,0	.
Beni industriali non energetici	0,6	1,0	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	.
Servizi	2,0	2,5	2,4	2,8	2,3	2,5	2,5	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	5,1	2,8	5,4	5,8	6,2	7,1	8,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	52,9	52,8	64,1	66,1	69,8	80,1	85,9	85,3
Prezzi delle materie prime non energetiche	24,8	9,2	15,0	10,3	5,8	6,0	9,6	9,8

Fonti: Eurostat, HWWI ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.
1) Il dato sullo IAPC di luglio 2008 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 19 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

energetici non petroliferi, specialmente del gas, che tendono a seguire, seppure con un certo ritardo, la dinamica dei prezzi del greggio.

In giugno la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari è rimasta alta, in seguito a una lieve accelerazione dei prezzi degli alimentari trasformati, mentre l'inflazione degli alimentari freschi è rimasta invariata. Un'analisi dettagliata dei prodotti alimentari freschi suggerisce l'esistenza di pressioni verso l'alto connesse agli andamenti passati delle materie prime alimentari nei mercati mondiali. I prezzi delle carni (che rappresentano circa metà della componente degli alimentari freschi) hanno continuato ad aumentare, probabilmente di riflesso alle pressioni al rialzo sui costi esercitate dall'accelerazione dei prezzi dei mangimi per animali. I rincari delle carni tuttavia sono stati sostanzialmente controbilanciati da un rallentamento dei prezzi degli ortofrutticoli. Il lieve incremento della dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati, al 7,0 per cento in giugno, è stato determinato principalmente dall'andamento di pane e cereali, oli e grassi. Anche se i passati andamenti delle materie prime alimentari nei mercati mondiali indicano che le pressioni lungo la catena produttiva non sono state ancora traslate sui prezzi al consumo, in assenza di ulteriori shock, l'inflazione dei beni alimentari dovrebbe calare gradualmente nella seconda metà dell'anno grazie al contributo di effetti base favorevoli derivanti dai forti rincari dello scorso anno.

Al netto dei prodotti energetici e alimentari, che complessivamente rappresentano oltre il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione in giugno è aumentata di 0,1 punti percentuali, all'1,8, rispecchiando principalmente un'accelerazione di simile entità dei prezzi dei servizi. Le pressioni indirette sui costi esercitate dagli *input* dei beni energetici e alimentari avrebbero contribuito a tale andamento, soprattutto attraverso i rincari nei servizi di trasporto e in quelli ricreativi e personali (che includono, tra l'altro, ristoranti e mense). In giugno il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato allo 0,7 per cento, con oscillazioni di segno opposto in due importanti componenti. Da un lato, la dinamica dei prezzi dei tessili e del vestiario (che costituisce il 17 per cento del sottoindice) è calata a causa dell'anticipazione dei ribassi stagionali,

lievemente più consistenti rispetto a quelli dello scorso anno. Dall'altro lato, la dinamica dei prezzi delle automobili (che rappresenta circa il 15 per cento del sottoindice) è aumentata lievemente (per la prima volta dal dicembre 2007).

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

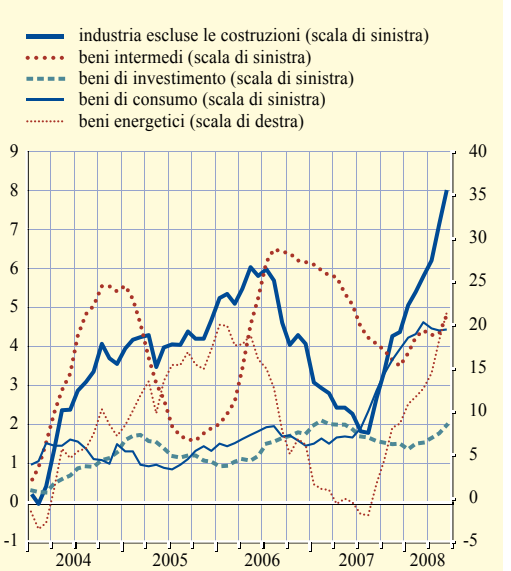
Tra maggio e giugno la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è aumentata dal 7,1 all'8,0 per cento, il livello più elevato da oltre 25 anni. Tale accelerazione è stata determinata principalmente dalla dinamica dei prezzi dei beni energetici, che in giugno ha raggiunto il tasso eccezionale del 21,4 per cento.

Al netto dei beni energetici e delle costruzioni, l'inflazione alla produzione in giugno è salita ulteriormente al 4,0 per cento, il livello più elevato fatto segnare dalla fine del 1995. Tale accelerazione è riconducibile in larga misura alla dinamica dei prezzi dei beni intermedi, aumentata del 4,8 per cento rispetto all'anno precedente. Questo andamento probabilmente riflette le spinte al rialzo negli stadi iniziali della catena produttiva, generate dai forti rincari delle materie prime nei mesi scorsi, in particolare dei metalli e del petrolio. In maggio la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni d'investimento è aumentata ulteriormente (al 2,0 per cento), portandosi al di sopra della media del 2007. Agli stadi successivi della catena produttiva, l'incremento dei prezzi dei beni di consumo è rimasto invariato in giugno, sul livello elevato del 4,4 per cento. In questo settore, l'inflazione dei prodotti alimentari è calata al 9,5 per cento, pur rimanendo prossima al livello massimo del 10,1 raggiunto in marzo. Al netto dei tabacchi e degli alimentari, la dinamica dei prezzi alla produzione dei beni di consumo si è mantenuta in giugno all'1,4 per cento, leggermente più elevata rispetto alla media del 2007.

I dati più recenti sul processo di formazione dei prezzi da parte delle imprese, ricavati dall'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI), segnalano crescenti pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. Secondo l'indagine, in luglio, le spinte inflative sono aumentate ulteriormente nel settore manifatturiero e sono rimaste vigorose anche nei servizi, nonostante una lieve flessione rispetto al mese precedente (cfr. figura 21). Sempre in luglio l'indice dei prezzi degli input nel settore manifatturiero è salito in ragione degli aumenti delle quotazioni petrolifere e dei crescenti rincari di altre materie prime. Allo stesso tempo, l'indice dei prezzi degli *input* nei servizi è rimasto prossimo al picco raggiunto il mese precedente. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato ancora, mentre nei servizi è calato lievemente rispetto al valore massimo, segno di una prosecuzione del trasferimento dai costi ai prezzi di vendita.

Figura 20 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

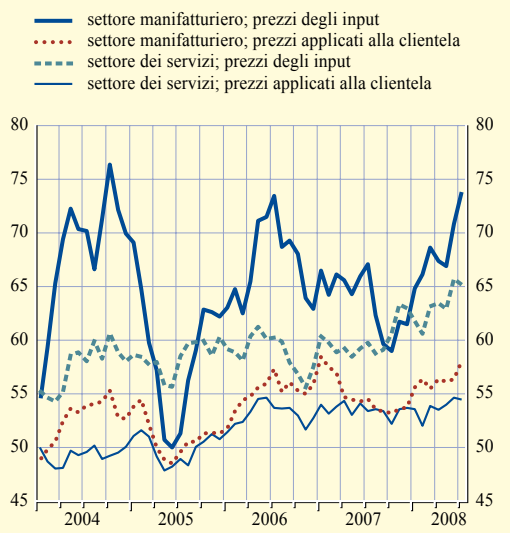
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le più recenti informazioni sull'andamento delle retribuzioni confermano il protrarsi di una vigorosa dinamica salariale susseguente all'accelerazione osservata negli ultimi trimestri (cfr. tavola 6).

Nel primo trimestre del 2008 le retribuzioni contrattuali, il costo orario del lavoro e i redditi per occupato hanno registrato un'accelerazione rispetto al periodo corrispondente (cfr. figura 22). La dinamica delle retribuzioni contrattuali è salita bruscamente al 2,9 per cento, dal 2,1 nell'ultimo trimestre del 2007. La forte accelerazione del costo orario del lavoro è stata determinata principalmente da quella della dinamica salariale, che ha toccato il 3,7 per cento. Gli ultimi dati, che tengono conto di una lieve revisione verso il basso per il primo trimestre del 2008 e di una verso l'alto per l'ultimo trimestre del 2007, confermano la recente accelerazione dei salari, in linea con gli andamenti desunti da altre informazioni disponibili. Infatti, la dinamica delle retribuzioni contrattuali per occupato era al 2,9 per cento nel primo trimestre del 2008, con un sostanziale aumento rispetto al 2,8 per cento dell'ultimo trimestre del 2007. Nel primo trimestre la dinamica annuale del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta al 2,4 per cento, il tasso più elevato negli ultimi cinque anni.

Figura 21 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.

L'accelerazione dei redditi per occupato e del costo orario del lavoro avrebbe interessato tutti i settori (cfr. figura 23). Dalla seconda metà del 2007 agli aumenti particolarmente pronunciati nelle costruzioni, e nell'industria al netto delle costruzioni, ha fatto immediato riscontro un'accelerazione generalizzata dei redditi nei servizi di mercato.

Le crescenti pressioni salariali sono attribuibili a diversi fattori, fra cui tensioni sul mercato del lavoro, un grado di utilizzo della capacità produttiva ancora elevato e l'esistenza di meccanismi di indicizzazione dei salari nominali che legano la dinamica salariale ai passati andamenti dei prezzi.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

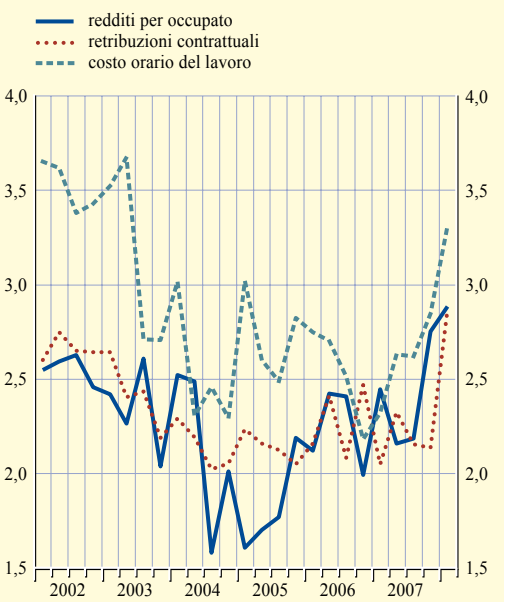
	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,3	2,2	2,0	2,3	2,2	2,1	2,9
Costo orario complessivo del lavoro	2,5	2,6	2,3	2,7	2,6	2,9	3,3
Redditi per occupato	2,2	2,4	2,4	2,2	2,2	2,9	2,9
Per memoria:							
Produttività del lavoro	1,2	0,8	1,5	0,9	0,7	0,4	0,5
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	1,5	1,0	1,3	1,4	2,4	2,4

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

È quindi necessario seguire con estrema attenzione il conseguente rafforzarsi delle pressioni inflazionistiche interne e la possibilità che si manifestino effetti indesiderati di secondo impatto generalizzati. Il rischio di effetti di secondo impatto rimane particolarmente elevato in alcuni paesi dell'area dove esistono forme di indicizzazione automatica ai prezzi delle retribuzioni. Di fatto, in un contesto caratterizzato da una debole espansione della produttività, la crescita dei salari si ripercuote direttamente su quella del costo del lavoro per unità di prodotto.

Figura 22 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



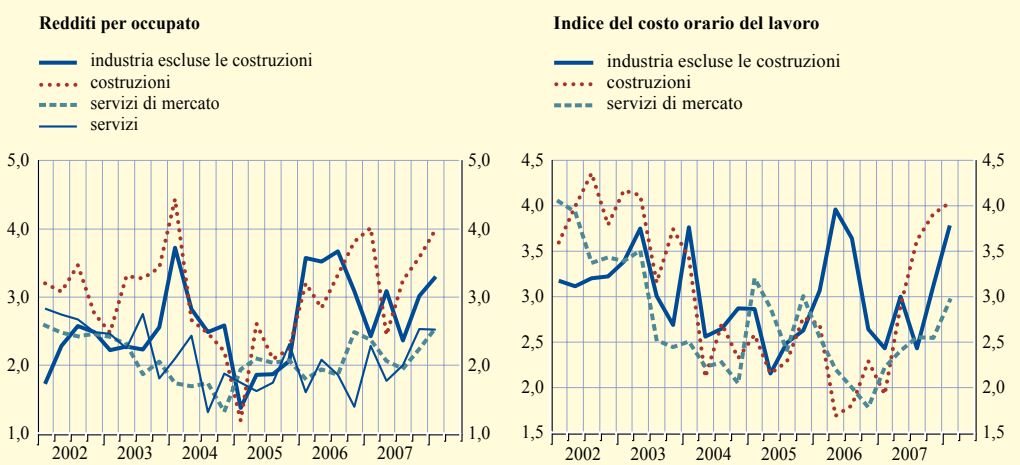
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI NELL'AREA DELL'EURO

I recenti dati di contabilità nazionale sugli andamenti dei profitti nell'area dell'euro indicano che la loro crescita si è moderata rispetto alla vigorosa dinamica osservata all'inizio del 2007, pur mantenendosi prossima al livello medio degli scorsi dieci anni. Tali indicazioni sono in linea con le aspettative di utili societari, che sono state riviste al ribasso più volte dall'estate del 2007. Nei prossimi mesi la dinamica dei profitti delle imprese potrebbe trovarsi sotto pressione, considerando il protrarsi dei rincari delle materie prime, la debolezza delle prospettive economiche mondiali e nazionali, l'apprezzamento dell'euro e il continuo aumento dei costi interni del lavoro.

Figura 23 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 4

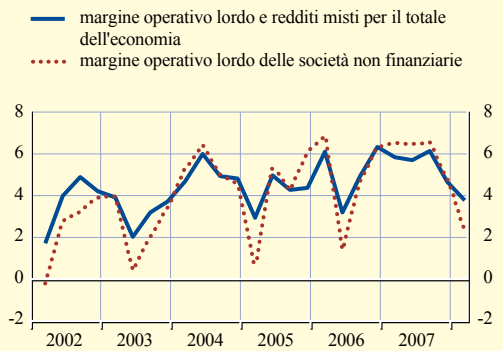
ANDAMENTO DEI PROFITTI NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta gli ultimi dati disponibili di contabilità nazionale sulla dinamica dei profitti nell'area dell'euro. Benché pubblicati solo con un certo ritardo (i dati per l'intera economia per il primo trimestre del 2008 si sono resi disponibili a metà luglio e i dati di contabilità per settore istituzionale per lo stesso periodo sono stati divulgati agli inizi di agosto), la loro analisi può essere utile a chiarire i fattori che incidono sull'andamento degli utili e, fattore importante, può fornire alcune indicazioni circa l'evoluzione del clima di fiducia delle imprese e le intenzioni di investimento [1].

La figura A mostra che i profitti hanno decelerato nei recenti trimestri dai valori elevati osservati agli inizi del 2007, sebbene il loro tasso di crescita sia in linea con la media degli ultimi dieci anni. Questo profilo risulta evidente dai dati sia per l'intera economia sia per le società non finanziarie. La figura B mostra la scomposizione della dinamica dei profitti in variazioni del prodotto in termini reali ("volume") e variazioni degli utili per unità di prodotto ("margine") per l'intera economia [2]. Occorre tenere presente che questa scomposizione è statica e presume che la fissazione dei prezzi e il prodotto siano indipendenti, mentre in realtà sono determinati congiuntamente. È tuttavia evidente che sia gli effetti di volume sia quelli di margine hanno svolto un ruolo nel rallentamento degli utili, ancorché la diminuzione dei margini si sia verificata principalmente a partire dal terzo trimestre del 2007. A partire dall'inizio del 2008 hanno esercitato un notevole impatto sui margini di profitto fattori sia esterni sia interni: dal lato esterno, i rincari delle materie prime (energetiche e non) e il relativo rafforzamento del tasso di cambio dell'euro hanno contribuito al rallentamento dei profitti; dal lato interno, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato considerevolmente, riflettendo una dinamica salariale più sostenuta (redditi per occupato) e una crescita della produttività del lavoro in calo. Poiché il costo del lavoro costituisce la quota maggior dei costi delle imprese, l'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto, associato alla moderazione dei tassi di crescita del PIL sul periodo corrispondente, sono fattori importanti alla base della decelerazione dei profitti.

Figura A Margine operativo lordo - totale economia e società non finanziarie

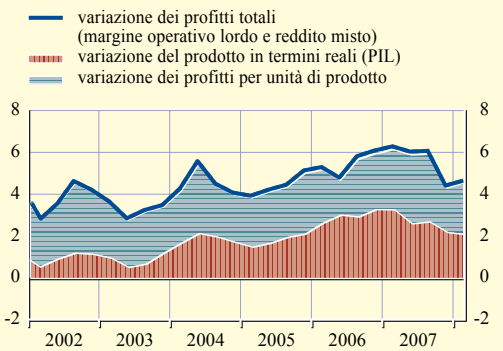
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non corretti per i giorni lavorativi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Scomposizione della variazione dei profitti fra variazione del prodotto e variazione dei profitti per unità di prodotto

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I "settori istituzionali" fanno riferimento a famiglie, società non finanziarie, ecc., mentre per "branche di attività" si intendono le costruzioni, l'industria, i servizi, ecc.
2) I dati sull'attività in termini reali per settore istituzionale non sono ancora disponibili.

Andamento del margine di profitto per settore di attività

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

		2005	2006	2007	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.
Totale economia	Deflatore del valore aggiunto	1,8	1,6	2,0	2,0	2,1	2,1	2,4
	Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	0,9	1,5	1,3	1,4	2,4	2,4
	Redditi per occupato	*1,8*	*2,2*	*2,4*	*2,2*	*2,2*	*2,8*	*2,9*
	Produttività del lavoro	*0,8*	*1,3*	*0,9*	*0,9*	*0,7*	*0,4*	*0,5*
	Indicatore del mark-up di profitto	0,8	0,7	0,5	0,8	0,7	-0,3	0,0
Industria	Deflatore del valore aggiunto	1,2	0,8	1,5	1,9	1,5	1,3	1,8
	Costo del lavoro per unità di prodotto	-0,8	-0,6	-0,3	0,1	-0,8	0,2	1,0
	Redditi per occupato	*1,8*	*3,5*	*2,7*	*3,1*	*2,4*	*3,0*	*3,3*
	Produttività del lavoro	*2,6*	*4,1*	*3,1*	*3,0*	*3,2*	*2,8*	*2,3*
	Indicatore del mark-up di profitto	1,9	1,3	1,9	1,8	2,4	1,0	0,8
Servizi principalmente di mercato	Deflatore del valore aggiunto	1,5	1,3	1,7	1,8	1,8	1,7	2,2
	Costo del lavoro per unità di prodotto	1,0	1,3	2,2	2,0	2,1	3,0	3,3
	Redditi per occupato	*2,0*	*2,0*	*2,2*	*2,1*	*2,0*	*2,2*	*2,6*
	Produttività del lavoro	*1,1*	*1,0*	*0,4*	*0,5*	*0,2*	*-0,2*	*-0,4*
	Indicatore del mark-up di profitto	0,5	0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-1,3	-1,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'indicatore di mark-up di profitto viene calcolato quale differenza fra il tasso di variazione del deflatore del valore aggiunto lordo e quello del costo del lavoro per unità di prodotto. A sua volta, le variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto possono essere scomposte in variazioni dei redditi per occupato e della produttività del lavoro.

L'analisi della dinamica dei profitti per branca di attività (cioè industria, servizi, ecc.) rivela un profilo sostanzialmente analogo, ancorché con qualche differenza. La tavola mostra una misura alternativa della redditività (ovvero l'indicatore del margine di profitto) calcolata dalla differenza fra il tasso di variazione del deflatore del valore aggiunto e quello del costo del lavoro per unità di prodotto. Questo indicatore coglie i margini delle imprese in rapporto al rispettivo costo del lavoro. Il tasso di variazione del deflatore del valore aggiunto è aumentato sia nella branca dell'industria sia in quella dei servizi "prevalentemente di mercato" dal 2006 al primo trimestre del 2008 [3]. L'incremento può in parte riflettere il ritardo nella trasmissione di precedenti rincari delle materie prime. In entrambi i comparti, il costo del lavoro per unità di prodotto ha accelerato più del deflatore del valore aggiunto. Nel caso dell'industria, il costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito in realtà nel 2006 e nel 2007, mentre è cresciuto sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2008. Nei servizi, l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato ancora più pronunciato, salendo dall'1,0 per cento del 2006 al 2,9 agli inizi del 2008. Questo incremento più brusco è dovuto a un'accelerazione dei salari nei servizi, mentre la crescita della produttività del lavoro è diminuita in entrambe le branche [4]. Pertanto, nonostante una lieve accelerazione del deflatore del valore aggiunto, il marcato incremento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto ha determinato una dinamica più debole dell'indicatore del margine di profitto in entrambi i comparti. La crescita lievemente più sostenuta degli utili nell'industria negli anni recenti riflette, oltre una dinamica del costo del lavoro più debole, anche una maggior crescita del prodotto in questo settore.

Nel complesso, i dati di contabilità nazionale sui profitti confermano le informazioni ricavate dagli indicatori basati sul mercato (cfr. il riquadro 4 *La recente dinamica degli utili delle im-*

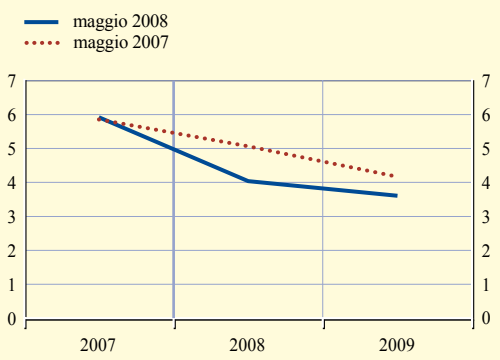
3) Il settore dei servizi "prevalentemente di mercato" corrisponde ai raggruppamenti G-K della classificazione NACE, ovvero: commercio all'ingrosso e al dettaglio; servizi alberghieri e di ristorazione; trasporto, magazzinaggio e comunicazioni; intermediazione finanziaria; servizi immobiliari, di locazione e alle imprese.

4) Per maggiori dettagli sulla dinamica salariale, cfr. il riquadro 6 *Andamenti recenti dei salari e del costo del lavoro per settore nell'area dell'euro* nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino.

prese nell'area dell'euro nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino), che dall'estate del 2007 hanno evidenziato revisioni al ribasso degli utili societari attesi. In prospettiva, è probabile che il contesto dei profitti rimanga piuttosto difficile per il resto del 2008. Il protrarsi di prezzi elevati delle materie prime, un'espansione mondiale lievemente più contenuta e l'andamento del tasso di cambio sono tutti fattori che gravano con ogni probabilità sulla redditività delle società dell'area dell'euro esposte, direttamente o indirettamente, all'economia globale. Inoltre, si prevede che anche l'indebolimento della crescita economica, associato a tassi elevati di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, possa esercitare un effetto frenante sulla redditività delle società. Questa valutazione è condivisa dai partecipanti alle indagini di *Consensus Economics*, che in maggio ha rivisto al ribasso le attese di crescita degli utili societari nell'area dell'euro per il 2008 e il 2009 rispetto alle previsioni di un anno prima (cfr. figura C).

Figura C Attese nel profitto societario secondo Consensus Economics

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Nell'impegnativo contesto attuale, i principali fattori che possono favorire la redditività sono mercati dei beni e dei servizi nonché del lavoro competitivi, una dinamica salariale moderata e stabilità dei prezzi nel medio termine. Una redditività sostenuta è necessaria per agevolare il protrarsi degli investimenti e della creazione di posti di lavoro.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Dall'autunno scorso l'inflazione è rimasta sensibilmente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi. L'alto livello dell'inflazione è ampiamente riconducibile agli effetti diretti e indiretti dei bruschi rincari dei prodotti energetici e alimentari osservati negli ultimi mesi su scala mondiale. Nel contempo, mentre la produttività del lavoro ha rallentato, negli ultimi trimestri sono emersi segnali di un'accelerazione del costo del lavoro. In prospettiva, sulla base dei prezzi correnti dei contratti *future* per le materie prime, è probabile che l'inflazione si mantenga nettamente al di sopra del livello coerente con la stabilità dei prezzi per un periodo piuttosto prolungato, registrando soltanto una graduale moderazione nel 2009.

Nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) condotta dalla BCE (cfr. riquadro 5) le attese di inflazione del settore privato sono state riviste al rialzo su tutti gli orizzonti temporali. Nel breve periodo l'SPF ha mostrato un marcato peggioramento delle aspettative medie di inflazione per il 2008 e il 2009 rispetto alla precedente indagine, e un'attesa di inflazione al 2,1 per cento per il 2010 in base alle nuove previsioni disponibili. Anche le aspettative medie di inflazione a cinque anni sono state corrette verso l'alto, dall'1,95 al 2,03 per cento.

I rischi per la stabilità dei prezzi restano chiaramente orientati al rialzo nell'orizzonte di medio periodo e sono aumentati negli ultimi mesi. In particolare essi includono la possibilità di nuovi rincari dei prodotti energetici e alimentari e di crescenti effetti indiretti sui prezzi al consumo. Il processo

di formazione dei salari e dei prezzi potrebbe anche acuire le pressioni inflazionistiche attraverso effetti di secondo impatto generalizzati. Infine, ulteriori rischi al rialzo scaturiscono da potenziali aumenti imprevisti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

Riquadro 5

I RISULTATI DELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2008

Questo riquadro presenta i risultati della Survey of Professional Forecasters (SPF) per il terzo trimestre del 2008, condotta dalla BCE tra il 16 e il 18 luglio 2008. L'SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione nell'area dell'euro formulate da esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Alla luce della diversità dei partecipanti censiti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive.

Aspettative di inflazione per il 2008, il 2009 e il 2010

Le aspettative di inflazione per il 2008 e il 2009 degli interpellati si sono spostate verso l'alto. Per il 2008 le stime puntuali si sono collocate su una media del 3,6 per cento, 0,6 punti più elevate rispetto alla precedente indagine (cfr. la tavola) [1]. Il tasso di inflazione atteso per il 2009 è

Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer*

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

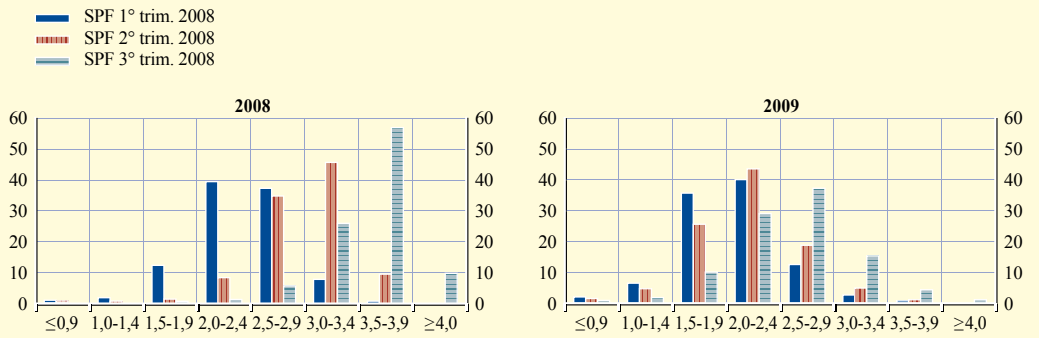
		Orizzonte di previsione				
IAPC complessivo	**2008**	**giugno 2009**	**2009**	**giugno 2010**	**2010**	**A più lungo termine [2]**
SPF, 3° trim. 2008	3,6	2,4	2,6	2,0	2,1	2,0
Precedente SPF, 2° trim. 2008	*3,0*	-	*2,2*	-	-	*1,9*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	3,2-3,6	-	1,8-3,0	-		-
Consensus (luglio 2008)	3,6	-	2,4	-	2,0	2,0
Euro Zone Barometer (luglio 2008)	3,6	-	2,4	-	2,1	2,0
Crescita del PIL in termini reali	**2008**	**1° trim. 2009**	**2009**	**1° trim. 2010**	**2010**	**A più lungo termine [2]**
SPF, 3° trim. 2008	1,6	0,9	1,3	1,7	1,8	2,1
Precedente SPF, 2° trim. 2008	*1,6*	-	*1,6*	-		*2,1*
Proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE	1,5-2,1	-	1,0-2,0	-		-
Consensus (luglio 2008)	1,6	-	1,2	-	1,9	2,0
Euro Zone Barometer (luglio 2008)	1,6	-	1,2	-	1,8	2,0
Tasso di disoccupazione [1]	**2008**	**maggio 2009**	**2009**	**maggio 2010**	**2010**	**A più lungo termine [2]**
SPF, 3° trim. 2008	7,2	7,4	7,4	7,3	7,4	6,9
Precedente SPF, 2° trim. 2008	*7,1*	-	*7,1*	-		*6,6*
Consensus (luglio 2008)	7,2	-	7,4	-		-
Euro Zone Barometer (luglio 2008)	7,2	-	7,4	-	7,2	7,0

1) In percentuale delle forze di lavoro.
2) Le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2013 nella presente SPF, al 2012 nell'*Euro Zone Barometer* e al periodo 2014-2018 del *Consensus Economics*. Le previsioni del *Consensus Economics* relative al periodo 2014-2018 e all'anno 2010 sono state pubblicate nel numero di aprile 2008 del *Consensus Economics*.

1) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html.

Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione sui dodici mesi nel 2008 e nel 2009 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste [1])

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.
1) Risulta dall'aggregazione delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

stato rivisto al rialzo di 0,4 punti percentuali, al 2,6 per cento. Queste attese di inflazione rispecchiano sia i rincari del petrolio, delle materie prime e dei beni alimentari, sia, in misura minore, i timori di incrementi salariali. Le aspettative di inflazione che emergono dall'SPF per il 2008 e il 2009 si collocano entro gli intervalli di valori riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate nel giugno 2008 dagli esperti dell'Eurosistema; esse inoltre sono in linea con le proiezioni pubblicate nelle edizioni di luglio di Euro Zone Barometer e Consensus Economics per il 2008, ma sono più elevate di 0,2 punti percentuali per il 2009.

Ai partecipanti all'indagine SPF è stato inoltre chiesto di valutare la probabilità che i risultati futuri si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità ricavata dall'aggregazione delle risposte dei partecipanti fornisce una sintesi delle loro stime. Essa consente inoltre di valutare in che modo gli intervistati ponderino, in media, il rischio che i risultati effettivi si situino al di sopra o al di sotto dell'intervallo ritenuto più probabile. Le distribuzioni di probabilità dell'inflazione attesa per il 2008 e il 2009 si sono spostate verso valori superiori rispetto all'SPF per il secondo trimestre del 2008 (cfr. figura A). Inoltre, la probabilità che nel 2008 l'inflazione si situi nell'intervallo "4,0 per cento o superiore" (introdotto nell'ultima rilevazione) è stata del 10 per cento. Per il 2008 il risultato più probabile per l'inflazione ricade nell'intervallo 3,5-3,9 per cento, con una probabilità del 57 per cento. Per il 2009 la maggior parte delle risposte è concentrata nell'intervallo 2,5-2,9 per cento, con una probabilità del 37 per cento. La probabilità che l'inflazione si situi nell'intervallo inferiore (2,0-2,4 per cento) è scesa al 29 per cento, dal 44 nella precedente indagine.

Secondo i partecipanti, i rischi al rialzo relativi a tali previsioni derivano, in particolare, da ulteriori rincari del petrolio, dei beni alimentari e delle materie prime, nonché dalla crescita dei salari nominali. Sono stati al tempo stesso segnalati anche rischi al ribasso, derivanti in particolare da un rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro e più segnatamente da una debole crescita dei consumi.

Le attese di inflazione per il 2010, fornite per la prima volta, si collocano al 2,1 per cento, pari a quelle riportate in Euro Zone Barometer e lievemente superiori a quelle pubblicate da Consensus Economics.

Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

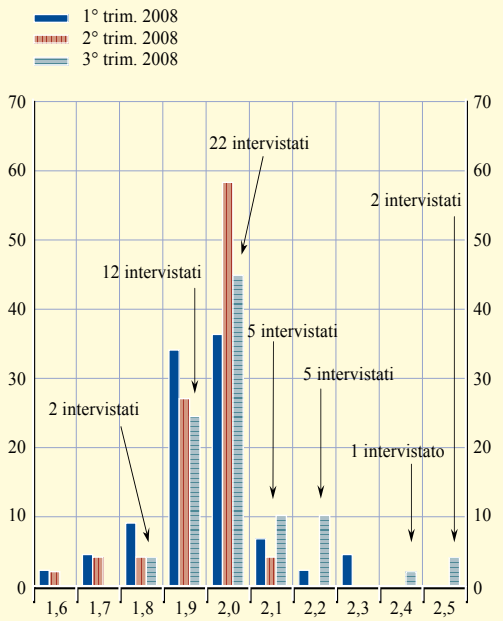
Le aspettative di inflazione a più lungo termine (per l'anno 2013) sono state riviste al rialzo di 0,08 punti percentuali, dall'1,95 al 2,03 per cento, il tasso più elevato dall'inizio dell'indagine nel 1999. Queste aspettative puntuali sono in linea con le proiezioni a lungo termine per l'inflazione nel 2012 riportate in Euro Zone Barometer e con quelle per l'inflazione sull'orizzonte da sei a dieci anni pubblicate in aprile da Consensus Economics. Inoltre, dopo essere rimasta molto contenuta in diverse indagini consecutive, la deviazione standard delle attese di inflazione a più lungo termine è aumentata per la prima volta, da 0,1 a 0,2. Ciò indica una crescente divergenza tra gli interpellati per quanto concerne il livello più probabile del tasso di inflazione a più lungo termine.

La revisione al rialzo delle aspettative di inflazione a più lungo termine rispecchia l'incremento dei partecipanti che hanno riportato stime puntuali pari o superiori al 2,1 per cento. Il numero degli intervistati che hanno indicato una stima puntuale del 2,0 per cento è calato a 22, da 28 nella precedente indagine (cfr. figura B). Nell'ultima SPF i partecipanti che hanno fornito una stima puntuale del 2,1 per cento o superiore sono stati 13 su 49, mentre erano solo due nell'indagine per il secondo trimestre.

Secondo gli interpellati, la probabilità che l'inflazione a più lungo termine si collochi su un livello pari o superiore al 2 per cento è aumentata al 57 per cento, dal 50 nella precedente indagine (cfr. figura C). Questi risultati possono essere raffrontati con il tasso di inflazione di pareggio, un indicatore delle aspettative di inflazione a più lungo termine degli operatori di mercato, calcolato come differenziale di rendimento tra le obbligazioni nominali e quelle indi-

Figura B Distribuzione *cross-section* delle aspettative di inflazione a lungo termine (dopo 5 anni) fra gli intervistati per la *Survey of Professional Forecasters* (SPF)

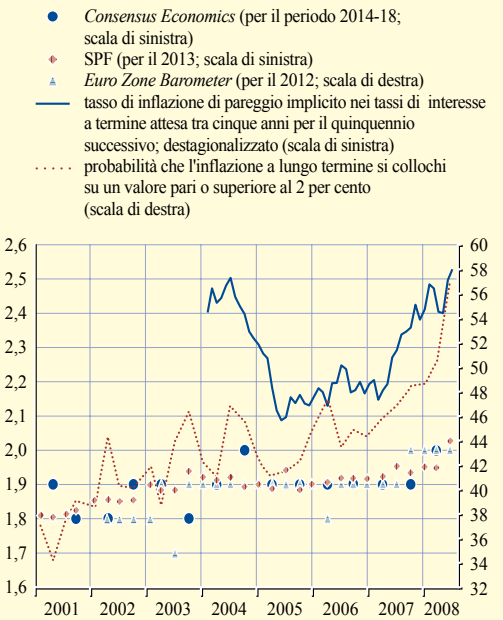
(percentuali di intervistati)



Fonte: BCE.

Figura C Aspettative di inflazione di lungo periodo desunte dalle indagini congiunturali e dai tassi di inflazione di pareggio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; valori percentuali)



Fonti: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, Reuters ed elaborazioni della BCE.

cizzate all'inflazione [2]. La probabilità che l'inflazione a termine a cinque anni possa collocarsi al 2 per cento o su livelli superiori è sostanzialmente in linea con l'andamento dell'inflazione di pareggio implicita nei tassi a termine attesa tra cinque anni per il quinquennio successivo (cfr. figura C) [3].

Aspettative per la crescita del PIL in termini reali

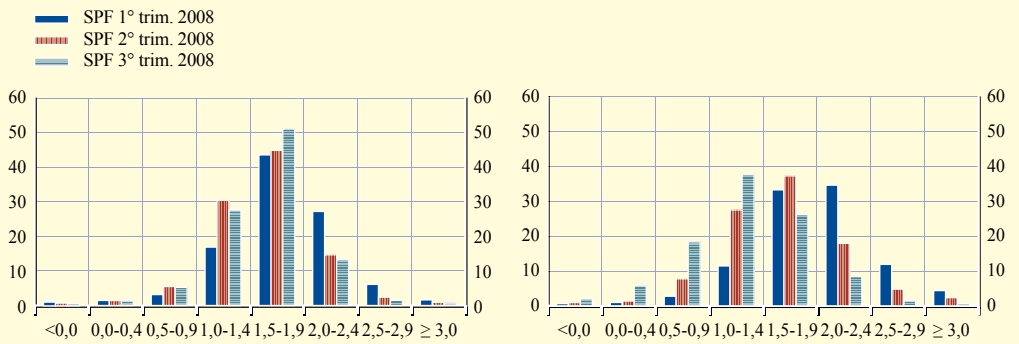
Rispetto alla precedente indagine, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2008 sono rimaste invariate all'1,6 per cento. La media delle stime puntuali per la crescita del PIL in termini reali nel 2009 è stata rivista al ribasso di 0,3 punti per cento portandosi all'1,3 per cento. Questa revisione al ribasso rispecchia principalmente le attese di un rallentamento degli investimenti nell'area dell'euro, per effetto di condizioni di finanziamento più restrittive, della flessione del mercato immobiliare e del protrarsi delle turbolenze finanziarie; una crescita delle esportazioni più contenuta, a causa del rallentamento economico mondiale e del forte apprezzamento dell'euro; nonché i timori per una contrazione dei consumi alla luce dei rincari dei prodotti energetici e del greggio.

Le distribuzioni di probabilità delle aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2008 e nel 2009 si sono spostate verso il basso rispetto alla precedente indagine (cfr. figura D). Le attese per la crescita del PIL nel 2009 sono caratterizzate da maggiore incertezza rispetto a quelle per il 2008, come appare dalla distribuzione di probabilità più ampia e piatta per il 2009 rispetto a quella per il 2008.

Le aspettative di crescita per il 2008 e il 2009 contenute nell'SPF rientrano negli intervalli delle proiezioni macroeconomiche formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema. Le aspettative di crescita del PIL in termini reali per il 2008 sono simili alle proiezioni pubblicate nelle ultime edizioni di Euro Zone Barometer e Consensus Economics, mentre sono di 0,1 punti percentuali più elevate per il 2009.

Figura D Distribuzione di probabilità del tasso medio di crescita del PIL in termini reali sui dodici mesi nel 2008 e nel 2009 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste [1])

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.
1) Risulta dall'aggregazione delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

2) Cfr. anche l'articolo *Misure delle attese di inflazione nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2006 di questo Bollettino.
3) Non è opportuno interpretare i tassi di inflazione di pareggio come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto potrebbero incorporare anche vari premi per il rischio (quali quelli per l'incertezza sull'inflazione e la liquidità).

Le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2010 si sono collocate al 2,1 per cento, più elevate di 0,1 punti percentuali rispetto a quelle pubblicate nell'edizione di luglio di Euro Zone Barometer, ma in linea con quelle contenute nell'edizione di aprile di Consensus Economics. Le aspettative per la crescita a più lungo termine (per il 2013) sono rimaste al 2,1 per cento.

Aspettative per il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro

Le aspettative per il tasso di disoccupazione si collocano al 7,2 per cento nel 2008 e al 7,4 per cento nel 2009. Ciò comporta una revisione al rialzo di 0,1 punti percentuali per il 2008 e una di 0,3 punti percentuali per il 2009 rispetto alla precedente indagine. Gli intervistati ritengono che tali revisioni siano dovute principalmente alle prospettive di rallentamento economico nell'area, in particolare nel settore delle costruzioni. Le aspettative per il tasso di disoccupazione contenute nell'ultima SPF sono in linea con quelle formulate da Euro Zone Barometer e Consensus Economics per il 2008 e il 2009.

I partecipanti all'indagine prevedono che il tasso di disoccupazione si collochi al 7,4 per cento nel 2010, 0,2 punti percentuali più elevato rispetto alle aspettative formulate nell'edizione di luglio di Euro Zone Barometer.

Le stime sul tasso di disoccupazione a più lungo termine sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali, al 6,9 per cento per il 2013. I partecipanti hanno continuato a indicare che il calo del tasso di disoccupazione sugli orizzonti di più lungo termine dipende in larga misura dal protrarsi delle riforme del mercato del lavoro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Le ultime informazioni disponibili suggeriscono che la crescita del PIL in termini reali nella parte centrale del 2008 sarà sensibilmente più debole rispetto a quella segnata nel primo trimestre. Ciò rispecchia per un verso una correzione tecnica rispetto alla forte espansione osservata nei primi mesi dell'anno e in parte anche un indebolimento della crescita del PIL dovuto a fattori quali il rallentamento rilevato su scala mondiale e l'impatto frenante esercitato dai prezzi alti e volatili del petrolio e degli alimentari. In una prospettiva di medio termine, l'economia dell'area dell'euro presenta fondamentali solidi e non è affetta da squilibri significativi. L'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo e i tassi di disoccupazione rimangono storicamente bassi. Tuttavia, resta una notevole incertezza sulle prospettive per la crescita economica e i rischi per il quadro dell'attività sono di revisione al ribasso.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

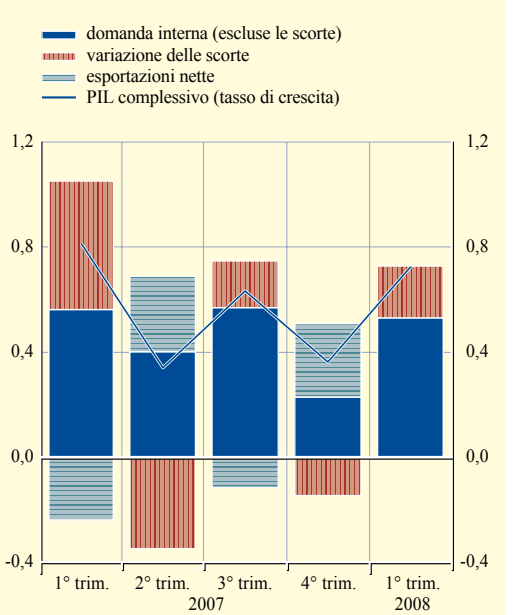
Dopo un aumento dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2007, in base alla seconda stima dell'Eurostat la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro nel primo trimestre del 2008 è stata pari allo 0,7 per cento, dopo essere stata rivista al ribasso dallo 0,8 per cento (cfr. figura 24). Tale vigore ha in parte rispecchiato fattori temporanei, in particolare le condizioni climatiche insolitamente miti durante l'inverno in diverse regioni europee, che hanno stimolato la produzione nel settore delle costruzioni. Nel secondo trimestre l'attività economica si è probabilmente indebolita in misura significativa, in parte a causa di una correzione tecnica rispetto all'elevato tasso di crescita registrato nel periodo precedente.

La composizione della crescita nel primo trimestre del 2008 mostra che l'attività nell'area dell'euro è stata sospinta dalla forte espansione della domanda interna e dal contributo positivo delle scorte, mentre l'apporto dell'interscambio netto è stato prossimo allo zero.

La capacità di tenuta della domanda interna dell'area dell'euro ha rispecchiato in larga misura la forza degli investimenti, che sono aumentati dell'1,6 per cento sul trimestre precedente. Alla base di tale crescita vi è stato un incremento pronunciato degli investimenti in costruzioni, pari al 2,0 per cento sul trimestre precedente, che è probabilmente ascrivibile all'impulso delle condizioni climatiche miti in alcune regioni europee all'inizio dell'anno e che potrebbe quindi essere venuto meno nel secondo trimestre. Gli indicatori dell'attività nel comparto delle costruzioni, che in passato hanno mostrato una correlazione abbastanza stretta con gli investimenti nel settore, suggeriscono che la produzione ha subito una flessione nel secondo trimestre (cfr. di seguito la trattazione sul prodotto per settore).

Figura 24 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

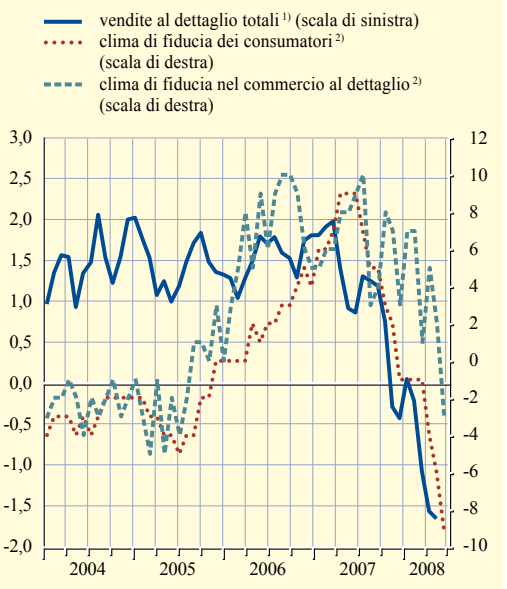
Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono anch'essi cresciuti a un ritmo sostenuto nel primo trimestre (aumentando dell'1,1 per cento sul trimestre precedente). Negli ultimi due anni, l'alto grado di utilizzo della capacità produttiva e la forte redditività sembrano aver incoraggiato le imprese a investire per espandere la capacità. Tuttavia, come discusso nel riquadro 4, i dati di contabilità nazionale disponibili indicano che il tasso di crescita della redditività delle imprese nell'area dell'euro è diminuito rispetto ai ritmi sostenuti osservati all'inizio del 2007. Inoltre, sebbene i vincoli di capacità rimangano rilevanti, essi sembrano essersi attenuati nell'ultimo anno. Secondo l'indagine della Commissione europea condotta in luglio presso le imprese, il grado di utilizzo della capacità produttiva nel settore industriale è stato superiore alla media di lungo periodo e le imprese hanno continuato a citare la carenza di macchinari come un importante fattore di limitazione della produzione, ma entrambi gli indicatori sono nettamente al di sotto dei massimi osservati a metà del 2007.

Dopo la flessione nel quarto trimestre del 2007, i consumi privati hanno segnato un modesto recupero nei primi tre mesi del 2008, aumentando dello 0,2 per cento sul trimestre precedente. Diversi fattori sembrano aver moderato la spesa delle famiglie, fra cui la crescita contenuta del reddito reale e una contrazione della ricchezza finanziaria. In base ai conti per i settori istituzionali dell'area dell'euro, nel primo trimestre del 2008 il reddito disponibile lordo nominale delle famiglie è aumentato del 3,6 per cento sull'anno precedente, dopo un incremento tendenziale del 3,9 per cento nel quarto trimestre del 2007. Tuttavia, il rincaro dei prodotti energetici e alimentari ha attenuato il potere d'acquisto e il reddito disponibile reale è cresciuto solo dello 0,7 per cento sull'anno precedente, segnando il tasso di crescita più basso dal 2003. Inoltre, la ricchezza finanziaria netta delle famiglie è calata nettamente nel primo trimestre del 2008, a causa della diminuzione nel valore delle azioni.

Gli indicatori disponibili suggeriscono che i consumi privati si sono mantenuti su valori di crescita contenuti nel secondo trimestre. Il volume del commercio al dettaglio è diminuito dello 0,9 per cento in termini congiunturali (cfr. figura 25) e le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area dell'euro hanno anch'esse subito una netta flessione, scendendo al livello più basso dal 2003. Inoltre, nel secondo trimestre l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è diminuito costantemente. Le indicazioni iniziali relative al terzo trimestre suggeriscono che la debolezza dell'andamento dei consumi potrebbe persistere. In luglio si è osservato un ulteriore deterioramento nel clima di fiducia dei consumatori e la componente che registra le aspettative delle famiglie riguardo alla loro situazione finanziaria personale ha raggiunto il valore minimo dall'inizio della serie nel 1985. I timori relativi al potere di acquisto sembrano aver continuato a pesare sul clima di fiducia: l'indice che misura le percezioni dei consumatori circa gli andamenti recenti dei prezzi ha raggiunto il massimo dall'inizio dell'indagine nel 1985. Per contro, sebbene in luglio si sia

Figura 25 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.
1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

osservato un incremento pronunciato nella quota di famiglie che si aspettano un aumento della disoccupazione nell'area dell'euro, queste ultime sono rimaste relativamente ottimiste riguardo agli andamenti del mercato del lavoro, indicando che le condizioni di tale mercato continuano a fornire un sostanziale sostegno ai consumi privati.

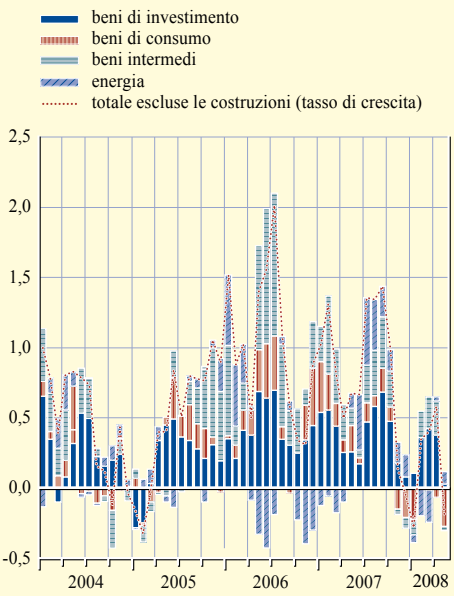
PRODOTTO PER SETTORE

In termini di prodotto per settore, la ripresa dell'attività dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2008 ha rispecchiato un incremento della crescita sul trimestre precedente nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e in quello dei servizi, che si è portata, rispettivamente, allo 0,5 e allo 0,7 per cento in termini congiunturali, e un aumento eccezionalmente elevato nel valore aggiunto del settore delle costruzioni pari al 2,1 per cento sul trimestre precedente.

In linea con le aspettative secondo cui parte del vigore osservato nell'attività industriale dell'area dell'euro nel primo trimestre dell'anno sarebbe risultato temporaneo, le informazioni disponibili suggeriscono che la crescita si è indebolita nel secondo trimestre del 2008. La produzione industriale dell'area (al netto delle costruzioni) è diminuita dell'1,9 per cento in maggio rispetto ad aprile (cfr. figura 26). Inoltre, le stime riviste suggeriscono un profilo più piatto per la produzione industriale a partire dall'autunno del 2007 rispetto a quanto calcolato in precedenza. Gli indicatori basati sui dati delle indagini sul settore manifatturiero, che avevano indicato un indebolimento sostanziale nello slancio della crescita tra il primo e il secondo trimestre del 2008, hanno mostrato un ulteriore deterioramento in luglio, indicando che la debolezza della crescita si è protratta nel terzo trimestre. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero ha segnato un calo netto in luglio, rispecchiando una flessione sia nell'indice relativo alla produzione, sia nella componente prospettica rappresentata dall'indice dei nuovi ordini: attualmente entrambe le serie si collocano ai livelli più bassi dal 2001. Un quadro analogo emerge dall'indicatore del clima di fiducia nel settore industriale elaborato dalla Commissione europea per luglio (cfr. figura 27).

Figura 26 Crescita della produzione industriale e contributi

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



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

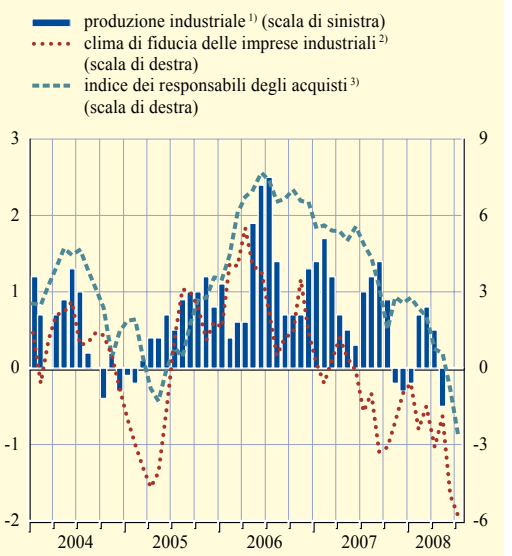
La produzione nel settore delle costruzioni ha registrato un lieve incremento in maggio. Tuttavia, dato che tale aumento è stato preceduto da ingenti cali in marzo ed aprile, ci si attende che la crescita complessiva nel secondo trimestre sia stata negativa: il livello medio della produzione in aprile e maggio è stato del 2,1 per cento inferiore a quello del primo trimestre. La tendenza al ribasso è confermata dai risultati delle indagini: nel settore delle costruzioni la fiducia è diminuita, in luglio, sia secondo l'indicatore della Commissione europea sia secondo l'indice PMI-Markit.

Nel primo trimestre 2008 la crescita del valore aggiunto nei servizi è stata sospinta da un elevato contributo dell'attività nei comparti del

commercio e dei trasporti e da una dinamica più moderata nei sottosettori dei servizi finanziari e alle imprese. Depurando dai movimenti trimestrali, piuttosto volatili, i dati disponibili suggeriscono, tuttavia, un rallentamento generale nei diversi comparti dei servizi negli scorsi dodici mesi, rispecchiando una serie di shock che hanno influenzato l'economia dell'area dell'euro, fra cui le turbolenze finanziarie e i rincari dei prodotti alimentari ed energetici. I risultati delle indagini fino a luglio indicano il perdurare dell'indebolimento generalizzato della crescita nelle diverse attività. In particolare, l'indicatore del clima di fiducia nei servizi elaborato dalla Commissione europea ha registrato un calo pronunciato in luglio, scendendo su livelli non osservati dalla metà del 2003.

Figura 27 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



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

Nel complesso, i dati recenti per il settore industriale e per quello dei servizi indicano che la crescita nel secondo trimestre del 2008 è stata sensibilmente più debole rispetto a quella segnata nel primo trimestre, dato che alcuni dei fattori temporanei che avevano stimolato l'attività all'inizio dell'anno sono venuti meno. I risultati delle indagini per luglio suggeriscono il protrarsi di una dinamica relativamente moderata dell'attività economica anche all'inizio del terzo trimestre del 2008.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

La situazione del mercato del lavoro nell'area dell'euro ha mostrato un netto miglioramento negli anni recenti. Le condizioni sono ancora sostanzialmente favorevoli, sebbene il tasso di disoccupazione sia cresciuto leggermente nel secondo trimestre. Il ridimensionamento registrato dalle aspettative di occupazione negli ultimi mesi sono indice di una futura moderazione nella crescita dell'occupazione.

OCCUPAZIONE

La seconda stima dell'Eurostat ha confermato che la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro nei primi tre mesi del 2008 è stata pari allo 0,3 per cento sul trimestre precedente. Tale incremento è stato sospinto dalla protratta creazione dei posti di lavoro nei settori manifatturiero e dei servizi, mentre l'occupazione nel settore delle costruzioni ha evidenziato una flessione (cfr. tavola 7).

In prospettiva, gli indicatori delle intenzioni di assunzione delle imprese suggeriscono una crescita dell'occupazione leggermente più modesta nei prossimi mesi. Secondo l'indagine PMI, le aspettative di occupazione delle imprese sono diminuite in luglio sia nel settore industriale sia in

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

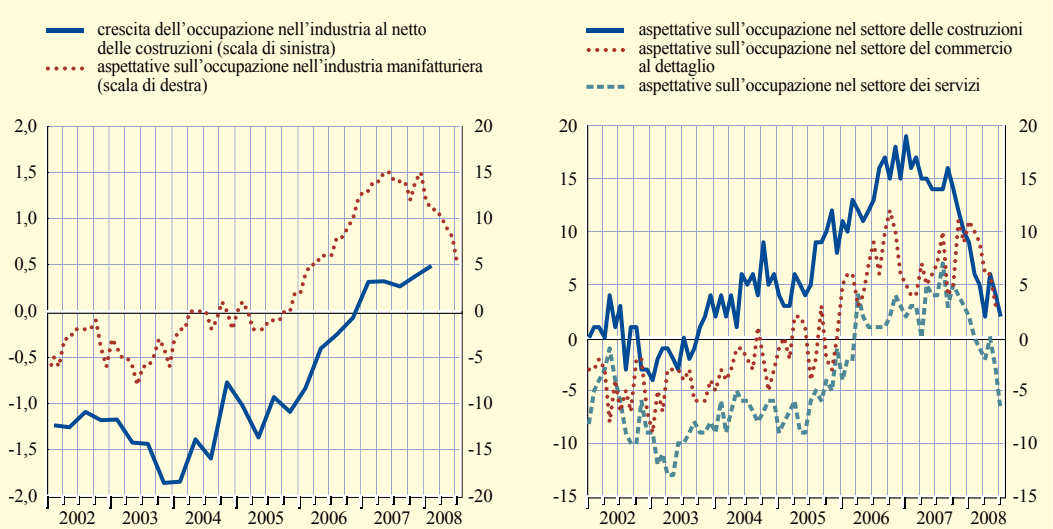
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2006	2007	2007 1° trim.	2007 2° trim.	2007 3° trim.	2007 4° trim.	2008 1° trim.
Totale economia	1,6	1,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,5	-1,1	0,8	-0,6	-1,1	-0,6	0,4
Industria	0,5	1,4	0,7	0,2	0,0	0,2	0,2
Escluse le costruzioni	-0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Costruzioni	2,6	3,9	1,9	0,4	-0,1	0,3	-0,1
Servizi	2,2	2,1	0,5	0,7	0,7	0,4	0,4
Commercio e trasporti	1,5	1,7	0,4	0,8	0,8	0,1	0,5
Finanziari e alle imprese	3,8	4,3	1,3	1,3	0,7	0,9	0,9
Amministrazione pubblica [1]	2,0	1,3	0,1	0,3	0,5	0,4	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

quello dei servizi. Un quadro analogo emerge dall'indagine della Commissione europea presso le imprese (cfr. figura 28), secondo cui gli indici relativi alle aspettative di occupazione sono scesi in tutti i comparti in luglio, ad eccezione del commercio al dettaglio. Nonostante il peggioramento degli indicatori relativi all'occupazione, evidenziato da entrambe le indagini negli ultimi mesi, il mercato del lavoro appare solido e tuttora caratterizzato da una certa pressione della domanda sull'offerta. In base all'indagine sul clima di fiducia delle imprese condotta dalla Commissione europea, le imprese del settore industriale e dei servizi hanno continuato a citare la carenza di manodopera come un significativo fattore di limitazione della produzione.

Figura 28 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

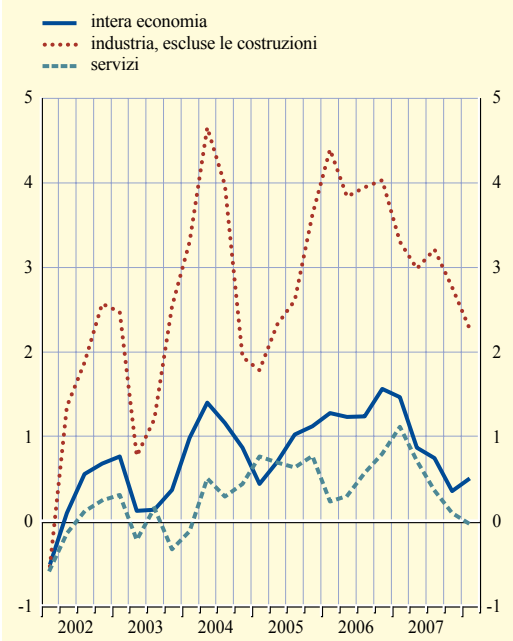
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 29 Produttività del lavoro

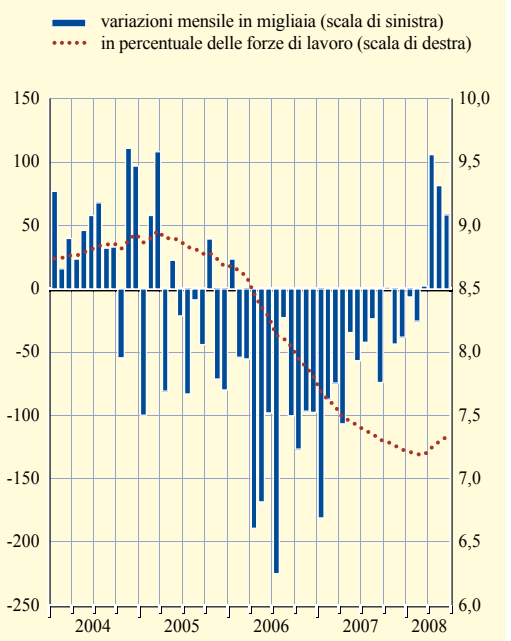
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 30 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Nel primo trimestre del 2008 la produttività del lavoro (per occupato) sui dodici mesi ha registrato un tasso di crescita pari allo 0,5 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2007, leggermente più elevato di quello del trimestre precedente (cfr. figura 29). Tale miglioramento è principalmente ascrivibile a un incremento pronunciato della produttività nel settore delle costruzioni, in cui la produzione ha raggiunto livelli molto alti.

DISOCCUPAZIONE

In giugno il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro era invariato al 7,3 per cento (cfr. figura 30), dopo una lieve correzione al rialzo dei dati per maggio. In seguito alle revisioni per i mesi precedenti, gli ultimi dati disponibili mostrano che il tasso di disoccupazione è cresciuto al 7,3 per cento nel secondo trimestre, un decimo di punto percentuale in più rispetto al trimestre precedente.

Il numero di disoccupati è nuovamente aumentato in giugno. Tale incremento riflette la forte crescita in Spagna (91 mila unità), solo parzialmente compensata dall'opposta tendenza registrata in Germania, dove il numero dei disoccupati è sceso di 39 mila unità. Nel complesso, nel secondo trimestre l'incremento del numero di disoccupati ha toccato il massimo dal 2003.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le ultime informazioni disponibili indicano che la crescita nella parte centrale del 2008 sarà sensibilmente più debole rispetto a quella del primo trimestre. Ciò rispecchia, per un verso, una correzione tecnica rispetto all'espansione vigorosa osservata nei primi mesi dell'anno, dovuta, in parti-

colare, alle condizioni climatiche miti in diverse regioni europee che hanno stimolato l'attività nel settore delle costruzioni. Inoltre, tale andamento è in parte riconducibile anche all'indebolimento della crescita del PIL dovuto al rallentamento rilevato su scala mondiale e agli effetti frenanti del livello elevato e della volatilità dei prezzi del petrolio e degli alimentari.

La crescita dell'economia mondiale, malgrado una moderazione, dovrebbe continuare a dare prova di una relativa tenuta, beneficiando in particolare della sostenuta espansione delle economie emergenti. Ciò dovrebbe sorreggere la domanda estera per i beni e i servizi dell'area dell'euro. Per quanto riguarda gli andamenti interni, in una prospettiva di medio periodo, l'economia dell'area presenta fondamentali solidi e non è affetta da squilibri significativi. Inoltre, sebbene le attese di occupazione siano diminuite negli ultimi mesi e indichino in prospettiva un rallentamento della crescita dell'occupazione, le condizioni del mercato del lavoro sono ancora sostanzialmente favorevoli: l'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono aumentate in modo significativo e i tassi di disoccupazione rimangono storicamente bassi. Tuttavia, tali andamenti, che sostengono il reddito disponibile delle famiglie e i consumi, probabilmente non compenseranno del tutto la perdita di potere d'acquisto causata dai rincari dell'energia e degli alimentari.

L'incertezza in merito a tali prospettive rimane elevata, inoltre, in ragione dei livelli estremamente elevati e volatili dei corsi delle materie prime e delle perduranti tensioni nei mercati finanziari. Nel complesso, prevalgono i rischi di revisione al ribasso. In particolare, questi ultimi provengono dall'impatto frenante sui consumi e sugli investimenti di ulteriori incrementi inattesi dei prezzi dell'energia e degli alimentari. Inoltre, i rischi verso il basso continuano a essere connessi all'eventualità che la turbolenza nei mercati finanziari possa avere sull'economia reale un impatto più negativo di quanto stimato attualmente. Anche la possibilità di sviluppi disordinati dovuti agli squilibri mondiali implica rischi per le prospettive dell'attività economica, così come i timori circa l'emergere di spinte protezionistiche, in particolare dopo il fallimento delle recenti negoziazioni sulla liberalizzazione del commercio nel contesto del Doha Round presso l'Organizzazione mondiale del commercio.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

L'euro si è sostanzialmente stabilizzato nei tre mesi fino ad agosto, in presenza di una ridotta volatilità. Il 6 agosto il tasso di cambio effettivo della moneta unica era pressoché invariato rispetto al livello di fine aprile e superiore di circa il 7 per cento alla media del 2007.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 agosto il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise di 22 importanti partner commerciali dell'area – era sostanzialmente invariato rispetto al livello di fine aprile e superiore di circa il 7 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 31).

La generale stabilità del tasso di cambio effettivo dell'euro negli ultimi tre mesi è riconducibile al fatto che le variazioni dei tassi bilaterali, in alcuni casi alquanto significative, si sono in larga misura compensate. Un pronunciato rafforzamento dell'euro sullo yen giapponese e – in grado inferiore – sul dollaro canadese e quello australiano è stato controbilanciato da un indebolimento nei confronti sia delle valute di alcuni nuovi Stati membri dell'UE, e più in particolare del fiorino ungherese e dello zloty polacco, sia del renminbi cinese.

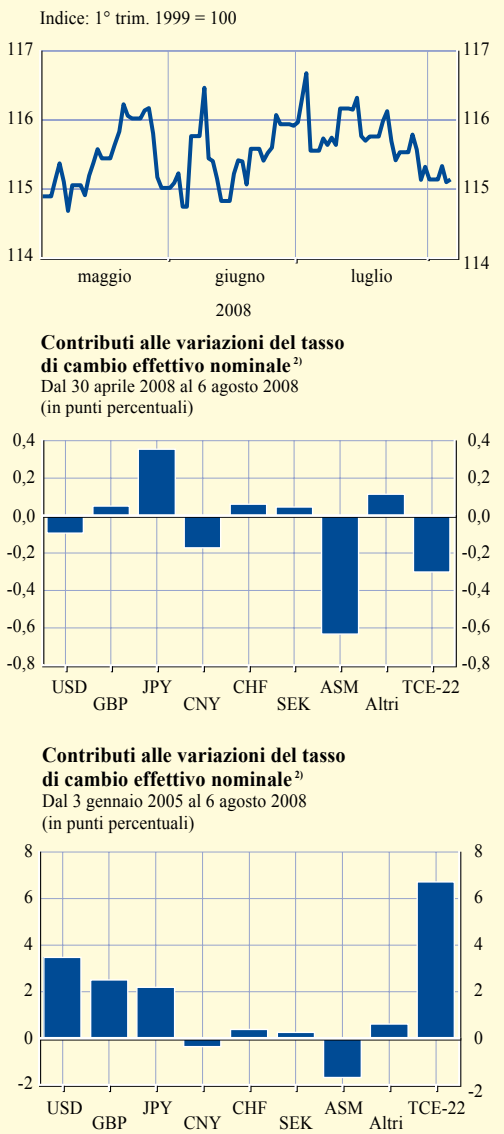
In un'ottica di più lungo periodo, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro era superiore del 6,7 per cento rispetto agli inizi del 2005. Tale apprezzamento può essere attribuito in gran parte al rafforzamento della moneta unica in termini di tasso di cambio nominale bilaterale rispetto al dollaro statunitense, alla sterlina britannica e allo yen giapponese.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo essersi apprezzato sul dollaro statunitense per gran parte di maggio, in giugno e luglio l'euro ha subito oscillazioni piuttosto significative e all'inizio di agosto si è deprezzato. Sul cambio con il dollaro ha continuato ad agire in una certa misura il variare delle attese circa la tenuta relativa dell'attività economica nelle due aree. La pubblicazione di dati che alimentavano

Figura 31 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti [1]

(dati giornalieri)

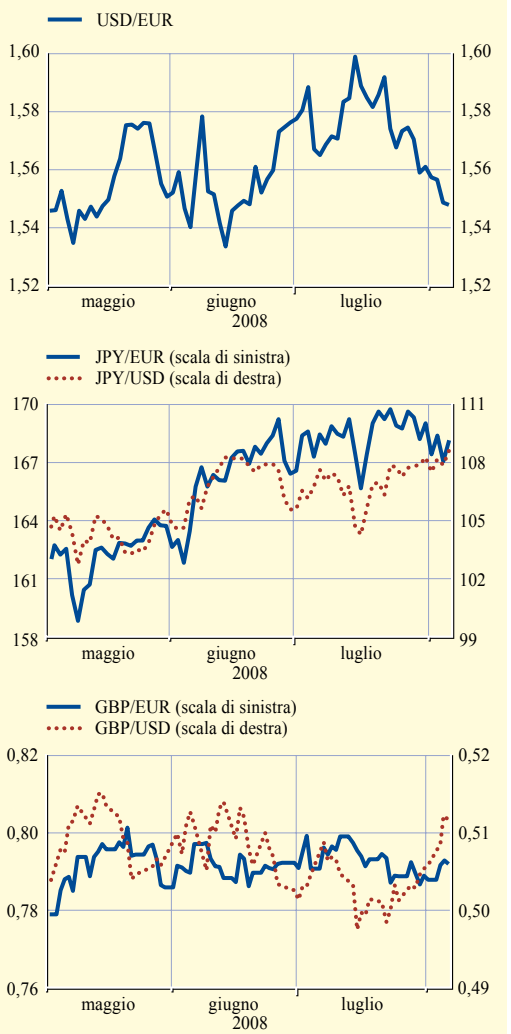


Fonte: BCE.
1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-22 sono riportati 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-22. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-22.

i timori per le prospettive inflazionistiche degli Stati Uniti potrebbe avere concorso all'indebolimento dell'euro sul dollaro nella prima metà di giugno, come conseguenza dei connessi mutamenti nelle attese degli operatori circa l'orientamento monetario relativo degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Successivamente, attorno alla metà di luglio, le turbolenze connesse ai timori per la solidità del sistema finanziario statunitense hanno tuttavia sorretto il cambio dell'euro con il dollaro statunitense. Dopo un periodo di volatilità relativamente elevata, tra la fine di luglio e gli inizi di agosto la moneta unica ha di nuovo perso una parte dei guadagni precedenti, in seguito all'affermarsi di orientamenti meno favorevoli da parte degli operatori di mercato riguardo alla tenuta dell'economia dell'area dell'euro. Il 6 agosto l'euro è stato scambiato a 1,55 dollari, un livello sostanzialmente invariato rispetto a quello di fine aprile e superiore del 12,9 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 32).

Figura 32 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

YEN GIAPPONESE/EURO

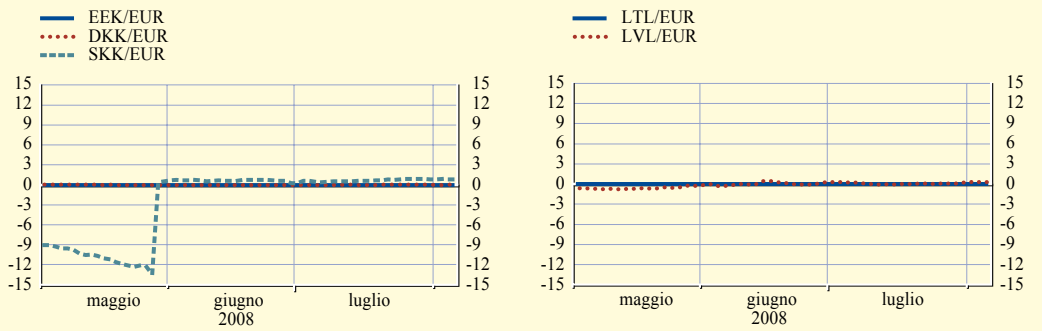
Dopo essere rimasto sostanzialmente stabile in maggio e agli inizi del mese successivo, per gran parte di giugno e luglio l'euro si è apprezzato sullo yen giapponese riflettendo in qualche misura il deterioramento delle prospettive economiche del Giappone in presenza di incertezze sui mercati. All'inizio di agosto la moneta unica ha perso parte del terreno guadagnato in precedenza. I suddetti andamenti hanno determinato un apprezzamento complessivo dell'euro del 3,4 per cento tra la fine di aprile e il 6 agosto, quando l'euro è stato scambiato a 168,16 yen, un livello superiore del 4,3 per cento alla media del 2007 (cfr. figura 32). Le attese circa la volatilità futura del cambio bilaterale yen/euro, ricavate dagli indicatori basati sui prezzi delle opzioni, sono oggi lievemente inferiori alla media storica.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Da fine aprile, gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta stabile rispetto all'euro su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali (cfr. figura 33). Dopo la rivalutazione della parità centrale all'interno degli AEC II, del 17,6472 per cento a decorrere dal 29 maggio, la corona slovacca si è mantenuta lievemente al di sotto della sua nuova parità centrale di 30,1260 corone per euro e il 6 agosto era inferiore dello 0,8 per cento rispetto a tale livello (cfr. riquadro 6). Il lat lettone è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti dell'euro nei primi sei mesi del 2008 e il 6 agosto era scambiato a un livello prossimo alla sua parità centrale.

Figura 33 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.
Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono ±2,25 per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ±15 per cento. La parità centrale della corona slovacca negli AECII è stata rivalutata del 17,6472 per cento con decorrenza dal 29 maggio 2008.

Con riferimento alle valute degli altri Stati membri dell'UE che non partecipano agli AEC II, tra la fine di aprile e il 6 agosto l'euro è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina britannica nonostante una lieve volatilità a breve termine. Nello stesso periodo la moneta unica si è deprezzata sulle divise di alcuni dei nuovi Stati membri dell'UE e in particolare sul fiorino ungherese, lo zloty polacco, il leu romeno e la corona ceca (rispettivamente del 6,7, 6,1, 5,5 e 4,9 per cento).

ALTRE VALUTE

Tra la fine di aprile e il 6 agosto l'euro si è apprezzato rispettivamente del 3 e 1,8 per cento sul dollaro canadese e quello australiano e di circa l'1 per cento sul franco svizzero e la corona svedese, mentre ha perso il 2,4 per cento nei confronti del renminbi cinese.

Riquadro 6

L'INTRODUZIONE DELL'EURO IN SLOVACCHIA IL 1° GENNAIO 2009

A seguito della richiesta avanzata dalle autorità nazionali della Slovacchia di valutare i progressi compiuti nel processo di adeguamento alle disposizioni previste dal Trattato di Maastricht per l'adozione dell'euro (Articolo 122, paragrafo 2), la BCE e la Commissione europea hanno predisposto i relativi rapporti sulla convergenza. Tali rapporti, che esaminano se sia stato conseguito un grado elevato di convergenza sostenibile, sono stati pubblicati il 7 maggio 2008. Sulla base dell'esame condotto, la Commissione europea è giunta alla conclusione che la Slovacchia soddisfa i requisiti previsti per l'adozione della moneta unica. L'8 luglio 2008 il Consiglio dell'UE ha adottato una decisione che consente alla Slovacchia di adottare l'euro come valuta a partire dal 1° gennaio 2009.

Il Consiglio dell'UE ha inoltre adottato un regolamento che fissa il tasso irrevocabile di conversione fra la corona slovacca e l'euro a 30,1260 corone per euro, un livello corrispondente all'attuale parità centrale della corona all'interno dei nuovi accordi europei di cambio (AEC II). La BCE ha condiviso la scelta di adottare l'attuale parità centrale come tasso di conversione per

l'adozione dell'euro. La corona slovacca ha aderito agli AEC II nel novembre 2005 e da allora è stata rivalutata due volte rispetto all'euro (dell'8,5 per cento nel marzo 2007 e del 17,6472 per cento nel maggio 2008), grazie al continuo miglioramento dei fondamentali sottostanti [1]. A seguito della fissazione del tasso di conversione, la BCE e la Národná banka Slovenska seguiranno attentamente fino alla fine del 2008 l'andamento del tasso di cambio di mercato tra la corona slovacca e l'euro nel quadro degli AEC II.

Con l'introduzione dell'euro in Slovacchia il 1° gennaio 2009, l'area dell'euro comprenderà 16 Stati membri dell'UE. La Slovacchia potrà godere dei vantaggi della moneta unica, che elimina le incertezze legate al cambio all'interno dell'Unione economica e monetaria e offre un quadro di politica monetaria credibile per il mantenimento della stabilità dei prezzi in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse a lungo termine, prezzi e costi perfettamente trasparenti, ridotti costi informativi e di transazione e una maggiore capacità di far fronte agli shock economici e finanziari. Il Consiglio dell'UE ha incoraggiato la Slovacchia a perseguire politiche di bilancio prudenti e adottare ulteriori riforme strutturali che le consentano di sfruttare pienamente i benefici derivanti dall'adozione dell'euro. Il comunicato dell'UE pubblicato in occasione della rivalutazione della corona slovacca nel maggio 2008 elenca in maggiore dettaglio le raccomandazioni di politica economica specifiche per questo paese [2]. Nel contempo, per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria ampliata, la Slovacchia dovrà conseguire una piena integrazione nell'area dell'euro e ciò richiede che vengano rimosse tutte le restanti barriere, incluse quelle relative alla mobilità del lavoro. L'apertura, la competitività e la flessibilità dei mercati sono di fatto elementi di particolare rilievo per il funzionamento dell'economia dell'area e la buona conduzione della politica monetaria unica.

1) Per maggiori dettagli cfr. il riquadro 11, *La rivalutazione della corona slovacca all'interno degli AEC II*, nel numero di giugno 2008 di questo Bollettino mensile.
2) Cfr. il riquadro di cui alla nota 1.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In maggio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 5,8 miliardi di euro (corrispondente allo 0,1 per cento del PIL), contro un avanzo di 13,0 miliardi un anno prima. Ciò ha riflesso in larga misura l'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti e la contrazione dell'avanzo nei beni. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 41,7 miliardi di euro a fronte di afflussi netti per 207,8 miliardi un anno prima. Il calo ha rispecchiato soprattutto i minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio.

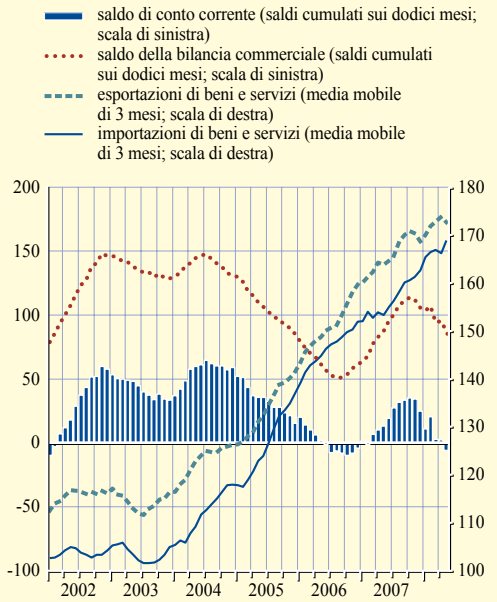
INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

In maggio il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 5,8 miliardi di euro, corrispondente allo 0,1 per cento del PIL. Tale risultato è in gran parte riconducibile all'ampliamento del disavanzo nei trasferimenti correnti e alla contrazione dell'avanzo nei beni, solo parzialmente compensati da un aumento dell'avanzo nei servizi (cfr. figura 34).

Il disavanzo del conto dei trasferimenti correnti (93,1 miliardi di euro) costituisce la risultante di una tendenza di lungo periodo, che ha riflesso in larga misura il disavanzo nei confronti delle istituzioni

Figura 34 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

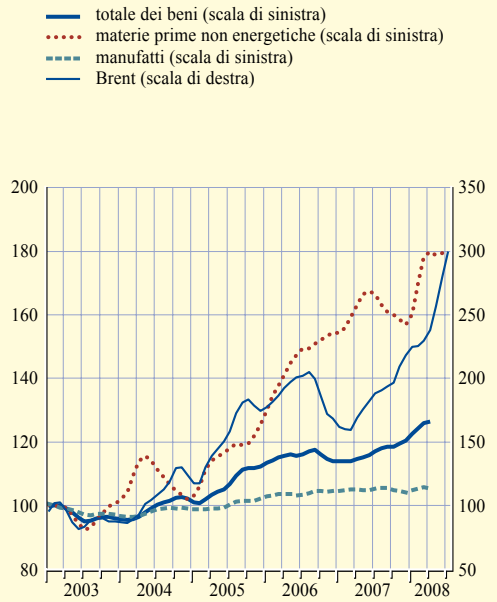
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 35 Prezzi all'importazione di alcune tipologie di beni

(indici: 1° trimestre 2003=100; dati destagionalizzati; medie mobili a tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al mese di aprile, salvo che per il Brent e le materie prime non energetiche (luglio).

dell'Unione europea (UE) e dei paesi non appartenenti al G-10 esterni all'Unione, il quale è a sua volta riconducibile in larga misura ai deflussi per aiuti verso l'estero e alle rimesse dei lavoratori. Il calo dell'avanzo nei beni costituisce invece un fenomeno più recente, iniziato nell'ottobre 2007. Gli andamenti sfavorevoli dell'interscambio dei beni sono in gran parte ascrivibili all'effetto congiunto della crescita moderata delle esportazioni e dell'aumento dei prezzi all'importazione. Di conseguenza, i dati più recenti di bilancia dei pagamenti mostrano che – in termini destagionalizzati – il valore delle esportazioni di beni è sceso del 3,4 per cento in maggio rispetto al mese precedente, e quello delle importazioni è salito del 4,5 per cento (cfr. tavola 8). La minore crescita delle esportazioni di beni osservata in maggio ha interessato in particolare i flussi commerciali verso gli Stati Uniti e i paesi emergenti dell'Asia e si è realizzata sullo sfondo di un più moderato incremento della domanda estera.

Mentre i prezzi delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno registrato aumenti modesti, i forti rincari sia del petrolio sia delle materie prime non petrolifere sarebbero stati il principale fattore alla base della crescita dei valori importati (cfr. figura 35). La scomposizione dell'interscambio di beni in volumi e prezzi – disponibile fino ad aprile – rispecchia i suddetti andamenti, segnalando una costante ascesa dei prezzi delle importazioni da aprile 2007 a fronte di volumi sostanzialmente stabili.

Per quanto concerne i servizi, che costituiscono circa il 20 per cento dell'interscambio totale dell'area dell'euro e sono di natura particolarmente volatile, nei tre mesi fino a maggio le esportazioni sono diminuite dell'1,5 per cento e le importazioni sono aumentate del 2,0 per cento. Di conseguenza, nello stesso periodo l'avanzo nel conto dei servizi dell'area dell'euro è stato pari a 3,5 miliardi

Tavola 8 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

			Medie mobili di 3 mesi dati a fine				Dati cumulati sui 12 mesi a fine	
	2008 apr.	2008 mag.	2007 ago.	2007 nov.	2008 feb.	2008 mag.	2007 mag.	2008 mag.
	Miliardi di euro							
Conto corrente (saldo)	**1,5**	**-7,3**	**5,0**	**1,4**	**-2,2**	**-6,1**	**13,0**	**-5,8**
Beni (saldo)	7,1	-3,3	6,3	4,6	0,6	0,3	43,1	35,4
Esportazioni	135,7	131,1	127,4	128,6	130,1	131,5	1.444,9	1.552,6
Importazioni	128,6	134,4	121,0	124,0	129,5	131,2	1.401,8	1.517,2
Servizi (saldo)	3,6	2,7	4,2	4,6	4,9	3,5	44,1	51,5
Esportazioni	41,4	41,0	41,4	41,8	41,8	41,1	458,4	498,5
Importazioni	37,8	38,3	37,2	37,2	36,9	37,6	414,3	447,0
Redditi (saldo)	-2,1	-0,8	0,9	0,6	0,2	-1,5	5,6	0,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-7,2	-5,9	-6,5	-8,3	-7,8	-8,4	-79,8	-93,1
Conto finanziario (saldo) [1]	**18,2**	**44,2**	**35,2**	**-15,1**	**-12,5**	**22,4**	**98,5**	**89,6**
Investimenti diretti e di portafoglio	-26,2	12,6	23,5	1,1	-25,7	-12,8	207,8	-41,7
Investimenti diretti	-22,4	-10,4	-8,9	1,2	-41,2	-21,1	-158,6	-209,8
Investimenti di portafoglio	-3,7	23,0	32,3	-0,1	15,5	8,3	366,4	168,1
Azioni	-22,4	7,2	29,4	-6,9	21,6	-0,9	228,0	129,9
Strumenti di debito	18,7	15,9	2,9	6,7	-6,2	9,2	138,4	38,2
Obbligazioni e *notes*	1,8	36,5	3,0	8,5	13,8	14,7	191,5	119,7
Strumenti del mercato monetario	16,9	-20,6	-0,1	-1,8	-19,9	-5,4	-53,1	-81,5
	Variazioni percentuali sul periodo precedente							
Beni e servizi								
Esportazioni	4,9	-2,8	3,0	0,9	0,9	0,5	11,0	7,8
Importazioni	-0,6	3,8	3,2	1,9	3,2	1,5	9,9	8,2
Beni								
Esportazioni	6,2	-3,4	3,3	0,9	1,2	1,1	12,0	7,5
Importazioni	-1,5	4,5	3,3	2,4	4,5	1,3	10,3	8,2
Servizi								
Esportazioni	0,9	-1,0	2,2	1,0	-0,1	-1,5	8,2	8,7
Importazioni	2,5	1,3	2,9	0,1	-1,0	2,0	8,7	7,9

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

di euro, dai 4,9 del precedente periodo di tre mesi. In termini cumulati su dodici mesi, tuttavia, è salito a 51,5 miliardi di euro (dai 44,1 miliardi di un anno prima).

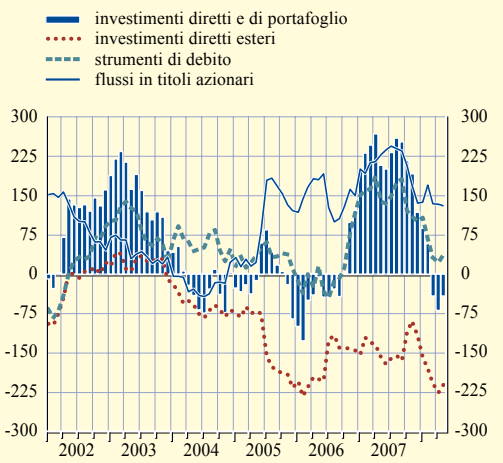
Infine, principalmente a causa dei maggiori esborsi verso soggetti non residenti nell'area, il saldo dei redditi si è deteriorato e nei tre mesi fino a maggio ha registrato un disavanzo di 1,5 miliardi di euro a fronte di un avanzo di 0,2 miliardi nel precedente periodo di tre mesi. Nei dodici mesi fino a maggio il saldo cumulato è sceso di 5,1 miliardi di euro (da 5,6 a 0,5 miliardi di euro).

CONTO FINANZIARIO

I dati più recenti sul conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro indicano che, in alcuni importanti segmenti di mercato oggetto di investimenti di portafoglio, la reattività degli investimenti globali ai differenziali di rendimento tra paesi resta limitata, in seguito al lungo periodo di timori connessi al credito e di accresciuta avversione al rischio degli investitori determinata dalle turbolenze finanziarie (cfr. il riquadro 7 sull'impatto delle turbolenze finanziarie sui flussi di capitale da e verso l'area dell'euro). Nei tre mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi mensili netti medi per 12,8 miliardi di euro, contro deflussi netti per 25,7 miliardi nei tre mesi fino a febbraio (cfr. tavola 8).

Figura 36 Investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, nei tre mesi fino a maggio gli afflussi netti sono scesi di 7,2 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di tre mesi. Il calo è principalmente riconducibile agli andamenti della componente in azioni. I residenti dell'area hanno continuato a ridurre gli investimenti azionari all'estero, proseguendo una tendenza iniziata in gennaio. Allo stesso tempo i flussi per investimenti esteri in azioni dell'area si sono ridotti, pur restando positivi, come indicherebbero i differenziali favorevoli tra i rendimenti azionari dell'area e quelli degli Stati Uniti. Di conseguenza, nei tre mesi fino a maggio gli investimenti in azioni hanno registrato deflussi netti per 0,9 miliardi di euro, in confronto ad afflussi netti di 21,6 miliardi di euro nel trimestre precedente. Nei tre mesi fino a maggio, in linea con i differenziali sui rendimenti obbligazionari internazionali, l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per 14,7 miliardi di euro in obbligazioni e *notes*, un livello sostanzialmente simile a quello del precedente periodo di tre mesi. Ciò costituisce la risultante dei maggiori investimenti esteri nell'area, in parte controbilanciati da un aumento degli investimenti in obbligazioni e *notes* estere da parte dei residenti dell'area. Infine, la diminuzione dei deflussi netti in strumenti del mercato monetario – a 5,4 miliardi di euro dai 19,9 dei tre mesi fino a febbraio – è principalmente ascrivibile a una contrazione degli investimenti in titoli esteri da parte di residenti dell'area.

Sul conto finanziario ha parimenti influito in misura significativa il calo dei deflussi netti per investimenti diretti. Nei tre mesi fino a maggio, i deflussi netti sono scesi a 21,1 miliardi di euro, dai 41,2 del precedente periodo di tre mesi. Ciò costituisce il risultato della compensazione di due dati di segno opposto, vale a dire i rimpatri (soprattutto di capitale azionario e prestiti intersocietari) da parte di residenti esteri e la contrazione degli investimenti dell'area dell'euro all'estero. Il primo fenomeno potrebbe essere connesso a effetti di valutazione; il secondo potrebbe invece riflettere un lieve peggioramento delle prospettive per le imprese multinazionali dell'area, i cui valori di borsa hanno registrato un calo sensibile nei mesi recenti dopo essere migliorati costantemente negli ultimi anni.

In un'ottica di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a maggio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 41,7 miliardi di euro, una flessione considerevole rispetto agli afflussi netti per 207,8 miliardi di un anno prima (cfr. figura 36). Tale flessione è da ricondurre in larga misura a una diminuzione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio che ha a sua volta riflesso i minori acquisti netti sia di azioni sia di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti. Allo stesso tempo, i deflussi netti per investimenti diretti sono aumentati rispetto a un anno prima e, di conseguenza, nei dodici mesi fino a maggio, i deflussi netti cumulati sono saliti a 209,8 miliardi di euro, dai 158,6 miliardi di un anno prima (cfr. anche il riquadro 7 sull'impatto delle turbolenze finanziarie sui flussi di capitale da e verso l'area dell'euro).

Alla fine del primo trimestre 2008 la posizione patrimoniale dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 1.300 miliardi di euro (pari al 14 per cento del PIL dell'area), inferiori di 16 miliardi rispetto alla fine del quarto trimestre 2007.

Riquadro 7

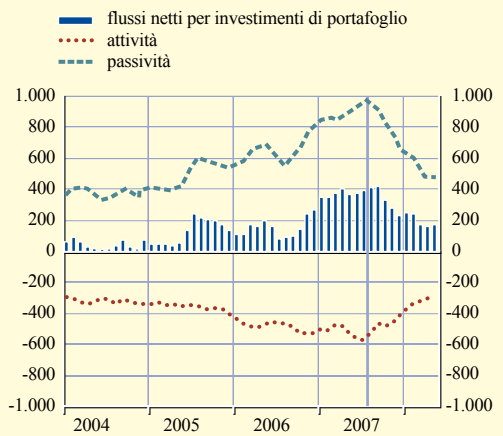
L'IMPATTO DELLE TURBOLENZE FINANZIARIE SUI FLUSSI DI CAPITALE DA E VERSO L'AREA DELL'EURO

Le turbolenze finanziarie iniziate ai primi di agosto 2007 per effetto della crisi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità non primaria hanno generato incertezze nei mercati finanziari e un calo della liquidità in importanti segmenti degli stessi. Durante l'anno trascorso l'attività mondiale è stata frenata dalla debolezza economica degli Stati Uniti, dalle ripercussioni internazionali delle turbolenze finanziarie e – in misura crescente – dai prezzi elevati del petrolio e di altre materie prime. Le conseguenti scelte di portafoglio a livello mondiale hanno influito sui flussi per investimenti di portafoglio da e verso l'area dell'euro. Questo riquadro indica che il rimpatrio di fondi di portafoglio da parte sia di residenti dell'area sia di operatori esteri potrebbe riflettere semplicemente una maggiore avversione al rischio tra gli investitori, poiché le variabili economiche fondamentali dell'area dell'euro restano solide. È degno di nota che nell'anno trascorso gli investimenti diretti esteri dell'area, i quali sono trainati da considerazioni di più lungo periodo, non sembrano avere risentito particolarmente delle turbolenze finanziarie.

Per quanto concerne gli investimenti di portafoglio, sia gli investimenti dell'area dell'euro all'estero (flussi dal lato delle attività) sia quelli esteri nell'area (flussi dal lato delle passività) hanno seguito una tendenza ascendente fino al luglio 2007 (cfr. figura A). Tale tendenza è stata interrotta dall'inizio delle turbolenze finanziarie: tra luglio 2007 e maggio 2008, sia le attività sia le passività si sono approssimativamente dimezzate su base cumulata sui dodici mesi. Per la medesima ragione, nello stesso periodo gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono scesi da circa 390 a circa 170 miliardi di euro a causa del calo dei flussi netti sia di azioni sia di obbligazioni a lungo termine e *notes* [1].

Figura A Flussi di investimenti di portafoglio dell'area dell'euro

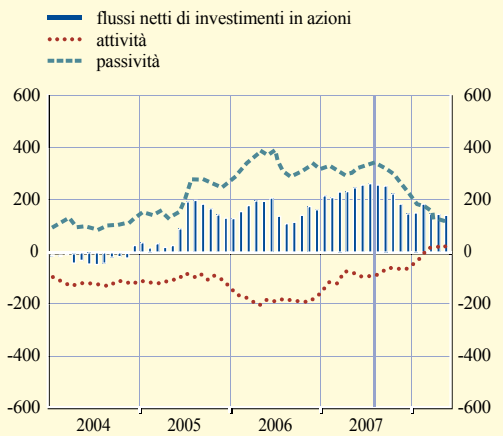
(miliardi di euro; dati mensili; flussi cumulati di 12 mesi)



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale sta a indicare l'inizio della turbolenza finanziaria.

Figura B Flussi di investimenti di portafoglio in azioni dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale sta a indicare l'inizio della turbolenza finanziaria.

1) Tutti i flussi finanziari internazionali analizzati in questo riquadro sono dati cumulati su dodici mesi.

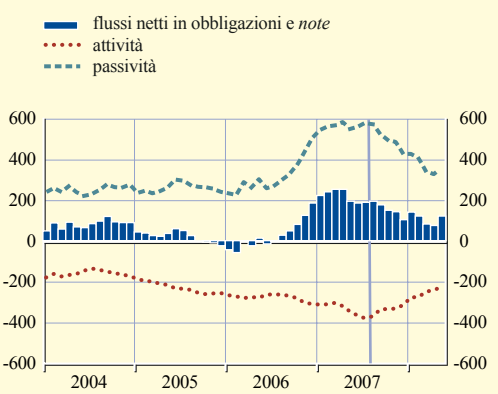
Nello specifico, le turbolenze finanziarie hanno gravato pesantemente sugli afflussi e i deflussi sia di azioni sia di titoli a reddito fisso. Dagli inizi del 2008 i residenti dell'area, e in particolare le IFM, sono venditori netti di azioni (cfr. figura B) per l'effetto congiunto di fattori quali le attese di un calo dei rendimenti in euro delle attività, il maggiore fabbisogno di liquidità e l'accresciuta avversione al rischio [2]. I residenti dell'area hanno rimpatriato quantitativi particolarmente ingenti di capitale azionario dal Giappone, dal Regno Unito e dalla Svizzera, mentre hanno continuato a effettuare investimenti netti – seppur di entità molto ridotta – negli Stati Uniti. Benché il calo dei flussi per investimenti in azioni sia stato maggiore dal lato delle passività che da quello delle attività, l'area dell'euro continua a registrare flussi netti in entrata.

La diminuzione degli investimenti internazionali in prodotti a reddito fisso e a lunga scadenza (cfr. figura C) rispecchia i livelli modesti di attività sui mercati internazionali degli strumenti di debito, con una bassa emissione di obbligazioni e *notes* nel contesto delle perduranti turbolenze finanziarie. Per contro, i deflussi in strumenti del mercato monetario hanno inizialmente rallentato in misura significativa, ma si sono successivamente intensificati nel 2008 (cfr. figura D). In particolare, i collocamenti netti di *commercial paper* da parte delle istituzioni finanziarie europee hanno registrato una crescita notevole. Ciò è sostanzialmente in linea con l'osservazione degli operatori di mercato secondo cui gli investitori in *commercial paper* potrebbero preferire le attività in euro emesse da istituzioni finanziarie con *rating* creditizi relativamente elevati.

Nel conto degli investimenti diretti esteri (IDE), dal 2005 i deflussi originati da residenti dell'area dell'euro verso il resto del mondo sono stati notevolmente superiori agli afflussi verso l'area (cfr. figura E). Le turbolenze sui mercati finanziari non hanno modificato questo profilo

Figura C Flussi di investimenti in obbligazioni e *notes* dell'area dell'euro

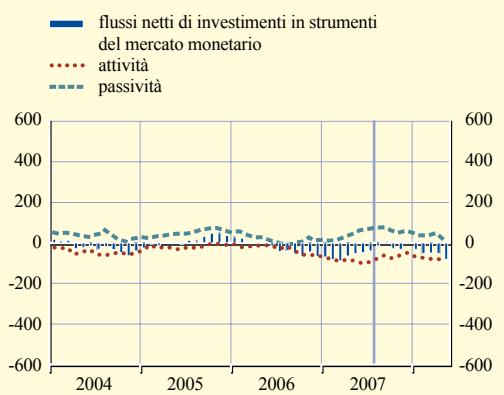
(miliardi di euro; dati mensili; flussi cumulati di 12 mesi)



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale sta a indicare l'inizio della turbolenza finanziaria.

Figura D Flussi di investimenti in strumenti del mercato monetario dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale sta a indicare l'inizio della turbolenza finanziaria.

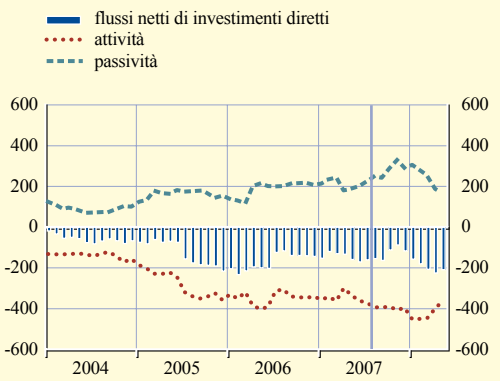
2) Cfr. anche l'articolo *La dimensione esterna dell'analisi monetaria* in questo numero del Bollettino mensile e De Santis, R. A., Favero, C. A. e Roffia, B., *Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability*, Working Paper della BCE n. 926, presentato al *workshop* della BCE sulla dimensione esterna dell'analisi monetaria (*The external dimension of monetary analysis*), Francoforte sul Meno, 12-13 dicembre 2007.

e finora non sembrano influire particolarmente sull'attività in IDE dei residenti dell'area. Al contrario, dall'estate 2007 i flussi per IDE oscillano fra 370 e 460 miliardi di euro (su base cumulata su dodici mesi), con un recente calo dei flussi in azioni a fronte di un aumento di quelli in titoli di debito (principalmente prestiti intersocietari). Gli afflussi per IDE verso l'area, che erano aumentati fino alla fine del 2007, sono tuttavia scesi sensibilmente nella primavera del 2008.

Nel complesso, le turbolenze finanziarie iniziate nell'agosto 2007 hanno influito in misura significativa sui flussi di portafoglio da e verso l'area dell'euro. Tali andamenti sarebbero connessi soprattutto alla maggiore avversione al rischio degli investitori internazionali.

Figura E Flussi di investimenti diretti dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale sta a indicare l'inizio della turbolenza finanziaria.

ARTICOLI

LA DIMENSIONE ESTERNA DELL'ANALISI MONETARIA

L'analisi monetaria, che svolge un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria della BCE, contribuisce a individuare gli andamenti di medio-lungo periodo dell'inflazione, fornendo informazioni utili ai fini delle decisioni volte al mantenimento della stabilità dei prezzi. Nell'interpretare i dati monetari, è importante distinguere i fenomeni di "disturbo" e altri fattori transitori dalle tendenze di fondo, le quali contengono invece informazioni sui rischi inflazionistici nel medio-lungo periodo a livello sia interno che internazionale.

Negli ultimi anni il contesto internazionale è stato caratterizzato da una liquidità monetaria abbondante, cui spesso sono stati attribuiti sia il basso livello dei rendimenti e dei differenziali di credito, sia il rialzo coincidente dei prezzi di un'ampia gamma di attività, quali azioni, obbligazioni e materie prime. L'impatto della liquidità sui premi per il rischio e sui prezzi delle materie prime a livello internazionale ha implicazioni anche per l'analisi degli andamenti economici dei singoli paesi o regioni, che si manifestano in particolare tramite gli effetti diretti che tali premi e prezzi hanno sulle attese di inflazione.

Inoltre, in ragione della globalizzazione e degli andamenti nei mercati finanziari, anche i flussi internazionali di capitale e le interconnessioni fra moneta e prezzi delle attività si sono rafforzati. I flussi internazionali di capitale incidono sulla velocità di circolazione della moneta, rendendo più difficoltoso individuare la relazione di lungo periodo fra l'espansione monetaria e gli andamenti dei prezzi interni. Nell'area dell'euro, i flussi transfrontalieri di investimenti di portafoglio e l'aggregato monetario M3 hanno evidenziato andamenti strettamente correlati. È quindi importante che le determinanti delle scelte di portafoglio a livello internazionale vengano considerate nel quadro di riferimento dell'analisi monetaria della BCE per valutare le tendenze di fondo della moneta che segnalano rischi inflazionistici di medio-lungo periodo.

In questo contesto, l'analisi monetaria potrebbe essere affinata secondo due direttrici di sviluppo. La prima consiste nel seguire attentamente l'evoluzione della liquidità a livello mondiale, analizzandone l'incidenza sia sui prezzi delle materie prime e delle attività internazionali, sia sull'inflazione interna. La seconda consiste nel valutare la dinamica monetaria interna tenendo conto degli effetti legati ai flussi di capitale e ai prezzi delle attività internazionali. Il presente articolo propone una disamina di entrambe queste direttrici di sviluppo, argomentando che, per spiegare la dinamica di M3 dell'area dell'euro e misurare l'eccesso di liquidità che potrebbe generare rischi per la stabilità dei prezzi, è importante situare la domanda di moneta nel contesto dei flussi di investimenti di portafoglio e dei prezzi delle attività internazionali.

1 INTRODUZIONE

L'obiettivo primario della BCE è mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in un orizzonte di medio-lungo periodo. Tanto nella letteratura teorica come in quella empirica, è ampiamente riconosciuto che gli andamenti monetari contengono informazioni importanti ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi in quell'orizzonte, poiché nel lungo periodo la massa monetaria e il livello dei prezzi sono strettamente correlati. Per questo motivo, la BCE ha assegnato alla moneta un ruolo di primo piano nella sua strategia di politica monetaria, nell'ambito della quale l'analisi monetaria viene utilizzata, in una prospettiva a medio-lungo termine, per una verifica incrociata della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a breve-medio termine ricavata dall'analisi economica.

Gli andamenti monetari a breve-medio termine risentono spesso di shock, il che rende più difficile identificare la relazione fra la dinamica della moneta e l'inflazione. È quindi necessario che il quadro di riferimento per l'analisi monetaria consenta di depurare i dati monetari dai fenomeni di "disturbo" e altri fattori di influsso temporanei, così da ricavare le tendenze di fondo

che contengono le informazioni rilevanti per i rischi inflazionistici nel medio-lungo periodo. A riguardo, diversi studi hanno confermato l'esistenza di una forte correlazione fra l'espansione monetaria e l'inflazione alle basse frequenze [1]. In altri termini, la relazione fra moneta e prezzi risulta essere più stretta per gli andamenti di tipo tendenziale che per le frequenze influenzate dalle fluttuazioni del ciclo economico.

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati da un'abbondante liquidità internazionale, cui spesso sono stati attribuiti sia i bassi livelli dei rendimenti e dei differenziali di credito, sia il rialzo coincidente dei prezzi di un'ampia gamma di attività, quali azioni, obbligazioni e materie prime. L'ultimo decennio è stato altresì caratterizzato dal fenomeno della globalizzazione finanziaria e dai flussi internazionali di capitale, che hanno inciso sulla velocità di circolazione della moneta.

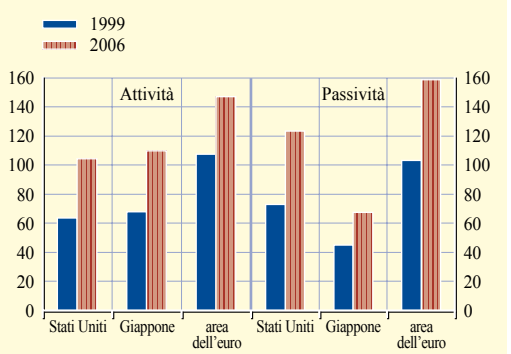
Le dinamiche internazionali dei flussi di capitale, dei prezzi delle attività e della liquidità hanno reso l'analisi monetaria un esercizio ancora più complesso e impegnativo. In questo contesto, la sezione 2 approfondisce il fenomeno della globalizzazione finanziaria, esaminando in che modo alcuni dei suoi effetti possano essere considerati in una prospettiva di analisi monetaria. La sezione 3 spiega il fenomeno della liquidità internazionale e le sue implicazioni per l'economia, mentre la sezione 4 descrive le interconnessioni tra flussi internazionali di capitale, prezzi delle attività e dinamica dell'aggregato monetario ampio M3 dell'area dell'euro, spiegando in che modo la loro modellizzazione può contribuire a un'interpretazione degli andamenti monetari nell'area. La sezione 5 presenta alcune conclusioni.

2 LA GLOBALIZZAZIONE FINANZIARIA

L'economia dell'area dell'euro è relativamente aperta ai fattori di influsso internazionali, specie in confronto con quelle degli Stati Uniti e del Giappone. Nel 2006, il valore delle importazioni e delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro è stato pari complessivamente a circa il 42 per cento del suo prodotto interno lordo

Figura 1 Attività e passività sull'estero nei paesi del G3

(in percentuale del PIL nominale)



Fonte: FMI.

(PIL), contro circa il 28 e il 32 per cento rispettivamente negli Stati Uniti e in Giappone. Inoltre, l'area dell'euro ha rappresentato il 18 per cento del valore delle esportazioni mondiali, a fronte di circa il 12 per cento degli Stati Uniti e del 6 per cento del Giappone.

Sul piano finanziario, nel 2006 il rapporto medio fra attività e passività patrimoniali sull'estero e PIL, spesso utilizzato come misura dell'apertura finanziaria, è stato superiore al 150 per cento per l'area dell'euro (anche in ragione delle transazioni bilaterali con il Regno Unito), contro circa il 115 per cento degli Stati Uniti e il 90 per cento del Giappone (cfr. figura 1). Questo rapporto inoltre è aumentato significativamente negli ultimi anni.

Gli andamenti delle posizioni patrimoniali sull'estero riflettono la dinamica degli investimenti diretti e di portafoglio a livello transfrontaliero. Il processo di globalizzazione in atto nei mercati finanziari, iniziato con la deregolamentazione, l'innovazione e il progresso tecnologico in questo campo, ha diffuso l'impiego di attività estere nei portafogli di investimento, ampliando così su scala mondiale le opportunità di diversificazione dei

1) Cfr. ad esempio: Assenmacher-Wesche, K. e S. Gerlach (2007), "Money at low frequencies", *Journal of the European Economic Association*, vol. 5(2-3), pp. 534-542, e Kugler, P. e S. Kaufmann (2005), *Does money matter for inflation in the euro area?*, Working Paper della Oesterreichische Nationalbank, n. 103.

rischi finanziari; ciò ha inciso su ogni componente del sistema finanziario, dai mercati, alle infrastrutture, alle istituzioni. Parimenti, in risposta alle strategie di espansione delle imprese, l'attività internazionale di fusione e acquisizione delle società non finanziarie, che rappresenta una determinante fondamentale degli investimenti diretti esteri, ha fatto osservare un aumento esponenziale.

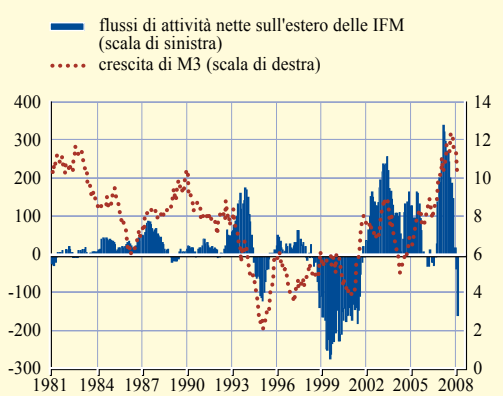
Se da un lato la globalizzazione finanziaria accresce le opportunità di ripartizione del rischio fra paesi, dall'altro ha anche aumentato l'esposizione delle economie nazionali agli andamenti nel resto del mondo tramite gli effetti di ricchezza e i flussi internazionali di capitale. Con il rafforzarsi dell'integrazione finanziaria, le scelte di portafoglio sono sempre più determinate dall'evoluzione dei rendimenti relativi attesi a livello mondiale: se le aspettative di rendimento favoriscono una specifica area economica, i flussi internazionali di capitale si dirigeranno verso quest'ultima. Una delle possibili conseguenze di questi flussi sarà il loro impatto sugli andamenti monetari tramite la posizione netta sull'estero del sistema bancario (data dalle transazioni nette del settore detentore di moneta con le controparti del resto del mondo). I flussi transfrontalieri di capitale possono modificare l'ammontare di fondi di cui gli investitori dispongono in un'economia, ripercuotendosi pertanto sulla velocità di circolazione della moneta e rendendo più complessa la relazione sul piano interno fra espansione monetaria e andamenti dei prezzi.

L'evidenza relativa all'area dell'euro mostra che nell'ultimo decennio le attività nette sull'estero del settore delle IFM hanno rappresentato, almeno in termini contabili, una determinante importante delle dinamiche monetarie. Mentre negli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta i flussi registrati dalle attività nette sull'estero delle IFM sono rimasti contenuti, negli ultimi sette anni essi hanno mostrato un elevato grado di comovimento con la crescita sui dodici mesi di M3 (cfr. figura 2), salvo alcune eccezioni nel 2005, alla fine del 2007 e agli inizi del 2008. Il riquadro 1 spiega in maggiore dettaglio le relazioni tra i flussi internazionali di capitale, le attività nette sull'estero del settore delle IFM e la dinamica di M3 nell'area dell'euro.

Anche il generale processo di apertura delle economie ai mercati finanziari internazionali e all'innovazione finanziaria (intesa come sviluppo dell'attività di cartolarizzazione e dei mercati degli strumenti di trasferimento del rischio di credito) ha influito sull'evoluzione dei prezzi delle attività, come nel caso dei tassi di interesse a lungo termine che, in particolare dal 2000, hanno mostrato una convergenza verso livelli molto bassi (cfr. figura 3). Negli ultimi anni, anche i tassi di interesse a breve termine

Figura 2 Posizione netta sull'estero delle IFM e crescita di M3 nell'area dell'euro

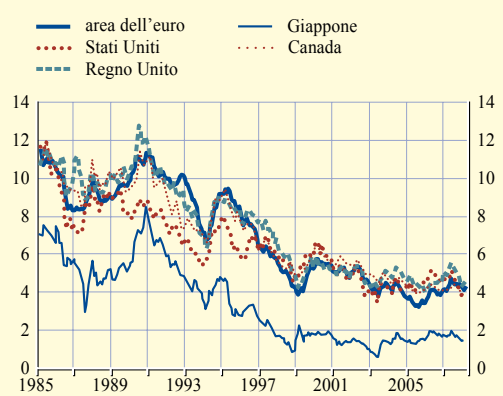
(flussi annui in miliardi di euro; variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

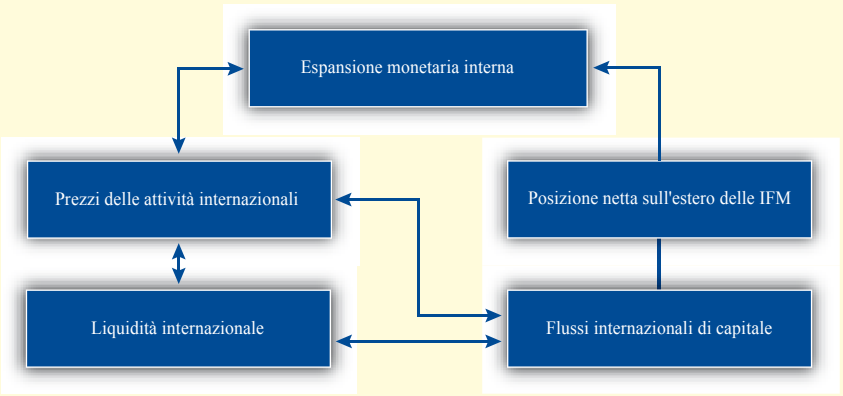
Figura 3 Tassi di interesse a lungo termine nei paesi del G5

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BRI, BCE, elaborazioni della BCE e FMI.

Figura 4 La dimensione esterna dell'analisi monetaria



si sono collocati su livelli insolitamente bassi rispetto ai valori storici, contribuendo ad alimentare l'espansione della liquidità monetaria internazionale (definita come la somma a livello mondiale della moneta per fini transattivi e degli strumenti a breve termine).

La forte crescita della liquidità internazionale potrebbe aver sostenuto gli aumenti dei prezzi delle attività internazionali e, più in generale, esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti di diverse classi di attività. In presenza di una rapida espansione della liquidità è possibile che si verifichino fenomeni di *overshooting* dei prezzi delle attività, il che può provocare cicli di forte ascesa e repentino calo (*boom-bust cycles*) dai costi potenzialmente elevati, un'allocazione inefficiente delle risorse e pressioni sulla dinamica dei prezzi [2].

L'insieme di questi meccanismi, che in ultima analisi incidono sulla crescita monetaria interna, sono schematizzati nella figura 4. In questo contesto, per tenere debitamente conto della dimensione esterna, l'analisi monetaria potrebbe essere ulteriormente approfondita secondo due direttrici di sviluppo. La prima consiste nel seguire attentamente l'evoluzione della liquidità internazionale, studiandone l'incidenza sia sui prezzi delle attività internazionali (materie prime, azioni e obbligazioni), sia sull'inflazione interna. Il principio di base sui cui si fonda la politica monetaria – segnatamente l'assunto di Milton Friedman secondo cui, nel lungo periodo, l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario – potrebbe essere più facilmente dimostrato analizzando la liquidità a livello mondiale, poiché i flussi transfrontalieri di capitale che possono distorcere gli andamenti monetari nazionali sono internalizzati in un aggregato mondiale. È quindi possibile identificare in che modo la liquidità internazionale può influire sulle prospettive per la stabilità dei prezzi interni tramite i suoi effetti sui prezzi delle attività e delle materie prime nei mercati internazionali.

La seconda direttrice di sviluppo sta nell'articolare ulteriormente la valutazione degli andamenti monetari interni tenendo conto degli effetti legati ai flussi di capitale e ai prezzi delle attività internazionali, in modo da ricavare le tendenze di fondo della moneta a livello interno e i connessi segnali per gli andamenti dei prezzi.

Questi due approcci possibili non sono mutuamente esclusivi, sono anzi interconnessi. Nelle due sezioni seguenti vengono affrontati diversi aspetti legati a ciascuno di essi.

2) Cfr. ad esempio, Adalid, R. e C. Detken (2007), *Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles*, Working Paper della BCE, n. 732.

Riquadro 1

LA PRESENTAZIONE MONETARIA DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

Sul piano statistico, l'influenza del contesto internazionale sugli andamenti monetari dell'area dell'euro è espressa nelle contropartite dell'aggregato monetario ampio M3 dalla posizione netta sull'estero del settore delle IFM. Quest'ultima misura l'insieme delle transazioni del settore detentore di moneta dell'area (famiglie, società non finanziarie, intermediari finanziari diversi dalle IFM e amministrazioni pubbliche) con controparti estere, a condizione che siano regolate tramite banche residenti [1].

Per l'area dell'euro, questi flussi finanziari (costituiti da investimenti di portafoglio in azioni e titoli di debito e da investimenti diretti) sono altresì registrati nella cosiddetta "presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti", che stabilisce un collegamento tra la bilancia dei pagamenti e le variazioni delle attività nette sull'estero del settore delle IFM [2]. La bilancia dei pagamenti è un'identità contabile la cui somma è sempre pari a zero. Ad esempio, ipotizzando che la somma dei conti corrente e di capitale e della voce errori e omissioni sia pari a zero, a un saldo negativo delle transazioni finanziarie degli operatori diversi dalle IFM (deflussi netti imputabili a disinvestimenti diretti e di portafoglio da parte del settore diverso dalle IFM) deve corrispondere un equivalente saldo positivo delle transazioni finanziarie del settore delle IFM. Ciò implica una diminuzione dei flussi delle attività nette sull'estero del settore delle IFM (cfr. tavola A), che determina, a parità delle altre condizioni, una riduzione di M3 (cfr. tavola B).

Tavola A Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(flussi)

	Conto corrente
+	Conto capitale
+	Saldo delle transazioni finanziarie delle istituzioni diverse dalle IFM
+	Errori e omissioni
=	Bilancia dei pagamenti delle istituzioni diverse dalle IFM
=	- Bilancia dei pagamenti del settore delle IFM
=	Variazione della posizione netta sull'estero del settore delle IFM

Tavola B Identità contabile del bilancio delle IFM dell'area dell'euro

(consistenze)

	M3
=	Credito ai residenti dell'area dell'euro
+	Posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro
-	Passività finanziarie a più lungo termine
+	Altre contropartite

Per capire gli effetti di queste transazioni sugli andamenti monetari è utile fornire un esempio di come vengono contabilizzate. Se un residente nell'area dell'euro non appartenente al settore delle IFM (ad esempio una famiglia) acquista un titolo obbligazionario emesso da un non residente (ad esempio una società statunitense) e la transazione è regolata tramite un'IFM dell'area, a livello di bilancia dei pagamenti l'operazione implica deflussi obbligazionari netti e un calo delle attività nette sull'estero del settore delle IFM, poiché la banca dell'area dell'euro incaricata della transazione diminuisce i depositi detenuti presso la controparte statunitense. L'eventuale

1) Hanno un impatto diretto sulla massa monetaria soltanto le transazioni fra, da un lato, i soggetti detentori di moneta e, dall'altro, le banche e i non residenti. Le transazioni fra operatori dell'area diversi dalle IFM implicano semplicemente una circolazione della moneta all'interno del settore detentore, senza ripercussioni sulla massa monetaria complessiva (come nel caso, ad esempio, di un'operazione tra privati finanziata mediante uno scambio di azioni).
2) Cfr. il riquadro *La presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

impatto dell'operazione sull'aggregato monetario ampio dell'area dipenderà dal modo in cui la famiglia finanzia l'acquisto dell'obbligazione rispetto alla banca residente: se finanziata tramite una diminuzione dei depositi detenuti presso la propria banca, l'operazione avrà un effetto negativo su M3; se invece è finanziata tramite un prestito erogato dall'IFM, l'operazione non inciderà sul volume complessivo di M3 ma solo sulla composizione delle sue contropartite.

Analogamente, se ad esempio un soggetto non residente acquista un'obbligazione da una famiglia dell'area e la transazione è regolata tramite un'IFM residente, l'operazione implicherà afflussi netti di obbligazioni e un aumento della posizione netta sull'estero del settore delle IFM, poiché diminuisce il saldo del conto bancario del non residente presso l'IFM dell'area (che rappresenta una passività verso l'estero della banca). Se i fondi raccolti con la vendita dello strumento obbligazionario sono versati nel conto corrente bancario della famiglia dell'area (incluso nella massa monetaria), ciò si tradurrà in un aumento complessivo della quantità di M3.

L'utilizzo della presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti nel contesto dell'analisi monetaria può permettere, in primo luogo, di collegare gli andamenti delle attività nette sull'estero del settore delle IFM a transazioni in specifiche classi di attività (quali titoli di debito e azioni) e, in secondo luogo, di distinguere le operazioni eseguite dagli investitori residenti nell'area da quelle degli investitori esteri. Al tempo stesso, fornisce un'idea della portata del meccanismo tramite il quale i flussi di investimenti di portafoglio possono ripercuotersi sulla liquidità a livello interno.

3 LA LIQUIDITÀ MONETARIA INTERNAZIONALE: PROBLEMATICHE, ANDAMENTI E IMPLICAZIONI PER I PREZZI DELLE ATTIVITÀ E PER QUELLI AL CONSUMO

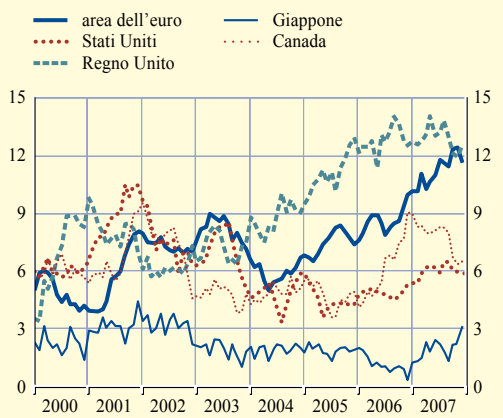
La liquidità monetaria consente agli operatori economici di regolare le proprie transazioni utilizzando moneta. Prima facie, potrebbe essere misurata dalla quantità di moneta detenuta dagli operatori, ma più in generale viene definita in termini quantitativi sulla base di aggregati monetari e finanziari, come M3. Quest'ultimo include il contante e i depositi bancari detenuti a scopo transattivo, nonché una serie di strumenti di risparmio a breve termine. La presenza di un'abbondante liquidità può avere effetti sui prezzi al consumo se questa viene spesa per acquistare beni e servizi. Se invece viene investita, tale liquidità può avere un temporaneo effetto distorsivo sul processo di determinazione del prezzo del rischio e influire così sulla propensione al rischio degli operatori di mercato; ciò può determinare un accumulo di squilibri finanziari, accrescendo quindi la probabilità di un ciclo di tipo boom-bust nei mercati finanziari. Dall'inizio del decennio le maggiori aree valutarie mondiali, eccetto il Giappone, hanno fatto osservare una sostenuta espansione monetaria (cfr. figura 5), a seguito di un prolungato periodo di bassi tassi di interesse a breve e lungo termine.

Nel costruire un indice della liquidità monetaria a livello mondiale occorre considerare alcuni aspetti [3]. Il primo è il fatto che sono disponibili diverse misure della quantità di moneta. Da un lato, gli aggregati monetari ristretti (che includono banconote, monete e depositi altamente liquidi, come quelli a vista) presentano una maggiore omogeneità fra le economie, sebbene possano talvolta dimostrarsi volatili. Dall'altro, gli aggregati monetari ampi che, includendo depositi meno liquidi e strumenti negoziabili, internalizzano rilevanti processi di riallocazione fra le diverse attività monetarie, evidenziano una minore volatilità; al tempo stesso, sono meno omogenei fra paesi e quindi meno facili da interpretare.

3) Per una disamina di questi aspetti, cfr. il riquadro *Andamento mondiale degli aggregati monetari: alcuni aspetti concettuali* nel numero di novembre 2006 di questo Bollettino.

Figura 5 Crescita dell'aggregato monetario ampio nei paesi del G5

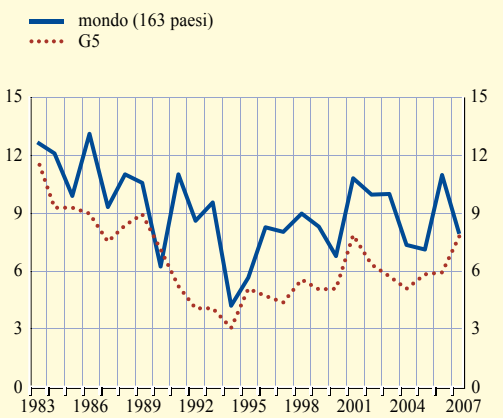
(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BRI, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: gli aggregati monetari ampi utilizzati per la costruzione della misura internazionale sono: M3 per l'area dell'euro, M2 per gli Stati Uniti, M2+certificati di deposito per il Giappone, M4 per il Regno Unito e M2+ per il Canada.

Figura 6 Crescita dell'aggregato monetario ampio nei paesi del G5 e nel mondo

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: World Economic Outlook dell'FMI.
Nota: le misure degli aggregati monetari sono convertite utilizzando i tassi di cambio a parità di potere di acquisto.

Il secondo aspetto da considerare, in termini di metodo di aggregazione, è la scelta di una valuta di denominazione comune. In teoria, l'utilità dell'indice della liquidità internazionale dipende dal regime di cambio adottato dai paesi inclusi nel campione. Più precisamente, è probabile che la relazione fra le misure della quantità di moneta a livello internazionale e i prezzi sia più facilmente riscontrabile in paesi caratterizzati, sia tuttora che storicamente, da un regime di cambio fisso. Con riferimento alle procedure di aggregazione, assume inoltre rilievo la scelta fra l'utilizzo dei tassi di cambio di mercato o dei tassi di cambio a parità di potere di acquisto (che equiparano il potere d'acquisto di valute diverse tenendo conto del prezzo dei beni e dei servizi nelle economie corrispondenti) [4]. Il ricorso a questi ultimi contribuisce ad attenuare l'impatto del tasso di cambio sulla dinamica dell'aggregato monetario e il connesso indice di liquidità risulta meno volatile. Lo svantaggio tuttavia è che nel tempo si tende così a sovrastimare il peso delle economie a elevato tasso di crescita.

Il terzo aspetto concerne la copertura geografica, la quale può variare a seconda che si considerino unicamente i principali paesi industrializzati o anche le economie di mercato emergenti. Includere nell'indice mondiale la liquidità dei mercati emergenti in rapida espansione è utile per una valutazione degli andamenti recenti dei prezzi delle attività e delle materie prime. Al tempo stesso, adottare una copertura geografica così vasta limita la significatività statistica in una prospettiva storica, considerata la mancanza di dati riferiti a lunghi periodi per alcuni mercati emergenti e l'impossibilità quindi di confrontare nel tempo le misure della liquidità internazionale connesse.

Un indice comprendente i principali paesi industrializzati rappresenta una possibile misura di compromesso delle condizioni di liquidità a livello internazionale. In effetti, raffrontando un indice della crescita monetaria delle cinque maggiori economie industriali (Stati Uniti, area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Canada, di seguito "G5") con una misura analoga relativa a 163 paesi rappresentanti il mondo (cfr. figura 6) si osserva un profilo di lungo periodo sostanzialmente simile. Più precisamente, a livello

4) Cfr. il riquadro *Il possibile impatto delle ponderazioni nella misurazione della crescita mondiale* nel numero di giugno 2006 di questo Bollettino.

aggregato la massa monetaria ampia è cresciuta rapidamente alla fine degli anni ottanta, per poi segnare una decelerazione alquanto brusca, ancorché in presenza di una maggiore volatilità a metà degli anni novanta. In seguito, la liquidità internazionale ha mostrato una perdurante accelerazione.

Un altro punto da rilevare è che, per costruzione, questi aggregati monetari includono unicamente le disponibilità liquide dei settori residenti detentori di moneta dei singoli paesi. Pertanto, i "capitali speculativi" (cosiddetti "hot money") transfrontalieri (sotto forma di depositi, contante, ecc.), che potrebbero riflettere maggiormente gli arbitraggi a breve termine e risultare utili per l'analisi degli andamenti dei prezzi delle attività internazionali, non sono ricompresi nelle misure globali appena considerate, poiché nei singoli aggregati nazionali sono trattati come attività detenute da non residenti.

Questi problemi di misurazione e il fatto che non sia stato ancora individuato un indice unico della liquidità internazionale hanno ritardato lo sviluppo della letteratura in materia. Valutare l'impatto della quantità di moneta a livello mondiale sui prezzi delle materie prime e delle attività, nonché le sue ripercussioni sull'inflazione interna resta pertanto un esercizio complesso e impegnativo.

Per una banca centrale il fulcro della questione sta nel capire in che modo la liquidità a livello mondiale può, in ultima analisi, influire sulla stabilità dei prezzi interni. In particolare, è importante individuare i canali tramite i quali essa può incidere sulla dinamica dei prezzi di un paese, ad esempio esercitando un effetto sulle quotazioni internazionali delle materie prime, sui premi per il rischio e su quelli legati alle scadenze nei mercati mondiali delle attività o sugli andamenti monetari interni.

Nel lungo periodo, in presenza di un regime di cambio flessibile, gli effetti della liquidità internazionale sull'inflazione interna possono essere superati tramite una politica monetaria nazionale attiva. Come sottolineato da Woodford (2007), è possibile che a breve termine gli andamenti mondiali incidano sull'inflazione interna, ma non dovrebbero "ostacolare in maniera sostanziale la capacità delle banche centrali nazionali di tenere quest'ultima sotto controllo tramite la politica monetaria". Sempre secondo Woodford, "rimane opportuno che alle banche centrali venga assegnato il compito di stabilizzare un indice dei prezzi interni adeguatamente scelto, nonostante i continui mutamenti nell'economia reale di origine sia interna che esterna" [5].

In un'ottica di più breve periodo, la liquidità internazionale può incidere sui prezzi delle attività e quindi, tramite gli effetti ricchezza e i flussi internazionali di capitale, ripercuotersi indirettamente sulle condizioni interne. Può inoltre influire sulle quotazioni internazionali delle materie prime e, poiché queste sono *input* intermedi nei processi di produzione, i loro prezzi possono ripercuotersi sui prezzi interni di alcuni beni, modificando di conseguenza le ragioni di scambio.

Gli andamenti delle ragioni di scambio possono esercitare una pressione positiva o negativa sull'inflazione aggregata nel breve periodo a seconda del loro effetto netto sulla domanda e sull'offerta aggregate. Da un lato, per un determinato livello di domanda aggregata, uno shock avverso permanente alle ragioni di scambio riduce il prodotto potenziale, così che l'output gap positivo che ne risulta genera pressioni al rialzo sull'inflazione. Dall'altro, un impatto negativo sulla domanda aggregata si materializzerebbe nel caso in cui uno shock permanente ai prezzi delle materie prime incidesse sulla ricchezza dei singoli individui tramite gli effetti sui redditi corrente e attesi. Per un dato livello di crescita del prodotto potenziale, gli effetti di ricchezza negativi genererebbero un eccesso di offerta aggregata, determinando quindi pressioni al ribasso sull'inflazione interna.

Nel complesso, non è evidente separare sul piano empirico i diversi effetti sulla crescita dei

5) Woodford, M. (2007), *Globalization and monetary control*, Working Paper del NBER, n. 13329.

prezzi delle attività e sull'inflazione al consumo. Evidenze empiriche preliminari indicano che gli shock alla liquidità internazionale (originati ad esempio dall'innovazione finanziaria, dall'abolizione dei controlli sui movimenti internazionali di capitale o da modifiche delle politiche macroeconomiche) possono influire sulle prospettive relative sia ai prezzi di attività e materie prime, sia all'inflazione interna [6]. Durante la fase espansiva dei cicli dei prezzi delle attività, gli shock alla liquidità monetaria interna hanno contribuito a determinare i prezzi degli immobili residenziali nei paesi OCSE [7]. Vi è anche evidenza empirica del fatto che, con l'accrescersi degli squilibri nella fase espansiva, l'eccesso di liquidità risulta essere un indicatore dell'intensità della successiva fase di recessione, aggravando quindi la crisi finanziaria. Se questi risultati verranno confermati da ulteriori analisi, l'eccesso di liquidità internazionale potrebbe configurarsi come un segnale aggiuntivo per gli andamenti dell'inflazione e gli squilibri finanziari.

4 IL COLLEGAMENTO TRA FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALE, ATTIVITÀ NETTE SULL'ESTERO DEL SETTORE DELLE IFM E DINAMICA DI M3 DELL'AREA DELL'EURO

Con la globalizzazione dei mercati finanziari è aumentata la quota di ricchezza investita al di fuori del proprio paese di appartenenza. I relativi flussi internazionali di capitale possono influire in modo sistematico sugli andamenti monetari interni. In presenza di attese di rendimenti corretti per il rischio più elevati in determinate aree economiche, avvengono ricomposizioni dei portafogli internazionali che generano operazioni transfrontaliere verso tali regioni. Quando, in un'economia chiusa, una famiglia residente vende un titolo azionario o obbligazionario a un'altra famiglia, la transazione non ha alcun impatto sulla massa monetaria complessiva, dato che la moneta circola semplicemente all'interno del settore detentore. Per contro, le transazioni tra le IFM residenti e i soggetti non residenti hanno tipicamente un impatto sulla quantità di moneta detenuta. Con specifico riferimento all'area dell'euro, le transazioni con l'estero (sotto forma di investimenti diretti o di investimenti di portafoglio in azioni e/o titoli di debito) degli operatori residenti nell'area diversi dalle IFM e di quelli non residenti hanno un effetto diretto sulle attività e passività verso l'estero del settore delle IFM, nella misura in cui sono regolate tramite banche residenti (cfr. il riquadro 1 per un'analisi più dettagliata).

Una disamina più approfondita delle componenti delle attività nette sull'estero del settore delle IFM dal 1999 mostra che i flussi netti di investimenti diretti esteri sono stati negativi e si sono per lo più discostati dalla dinamica di M3, mentre gli andamenti dei flussi transfrontalieri di investimenti di portafoglio (in azioni e titoli di debito) hanno evidenziato una stretta correlazione con quelli dell'aggregato monetario (cfr. figura 7). Pertanto, l'analisi delle operazioni di portafoglio transfrontaliere, compreso il comportamento all'estero degli investitori dell'area nei confronti delle controparti estere, può fornire indicazioni sul perché talvolta gli andamenti monetari non possono essere interamente spiegati dalle determinanti tradizionali della domanda di moneta, come la produzione e i tassi di interesse.

6) Cfr. Ciccarelli, M. e B. Mojon (2005), *Global inflation*, Working Paper della BCE, n. 537, e Browne, F. e D. Cronin (2007), *Commodity prices, money and inflation*, Working Paper della BCE, n. 738. Altri studi hanno approfondito la questione degli effetti della liquidità internazionale sull'inflazione e sul prodotto a livello internazionale e interno: Sousa, J. e A. Zaghini (2004), *Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers*, Working Paper della BCE, n. 309; Rüffer, R. e L. Stracca (2007), *What is global excess liquidity, and does it matter*? Working Paper della BCE, n. 696; Borio, C. E. V. e A. Filardo (2007), *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, Working Paper della BRI, n. 227.

7) Cfr. Detken, C. e F. Smets (2004), *Asset price booms and monetary policy*, Working Paper della BCE, n. 364, pubblicato anche in Siebert, H. (a cura di), *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer, Berlino, 2004; Adalid, R. e C. Detken (2007), op. cit.; Goodhart, C. e B. Hofmann (2008), *House prices, money, credit and the macroeconomy,* Working Paper della BCE, n. 888. Per quanto riguarda gli effetti dell'orientamento accomodante della politica monetaria sui prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, cfr. Greiber, C. e R. Setzer (2007), *Money and housing – Evidence for the euro area and the US"*, Discussion Paper della Deutsche Bundesbank, n. 12/2007.

Dall'avvio della Terza fase dell'UEM, cinque periodi chiave hanno caratterizzato gli afflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area dell'euro.

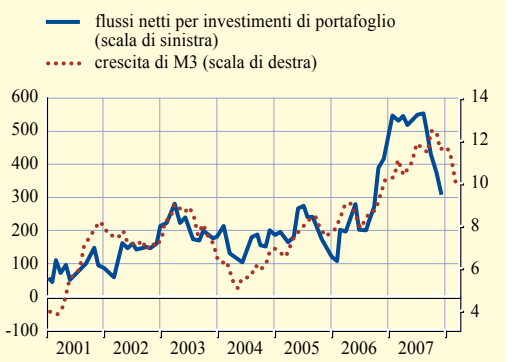
Tra il 1999 e la metà del 2001, le attività nette sull'estero del settore delle IFM hanno registrato un calo significativo, di riflesso all'accumulo da parte di operatori diversi dalle IFM residenti nell'area di consistenti disponibilità di azioni estere; quest'ultimo andamento faceva seguito alla sostenuta attività di fusione e acquisizione intrapresa dai residenti dell'area in parte nel contesto del boom della "nuova economia" negli Stati Uniti.

Dalla metà del 2001 fino alla metà del 2003, in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza sul piano geopolitico e nei mercati finanziari e dalla ricerca di rendimenti più sicuri [8], il settore detentore di moneta dell'area dell'euro ha ricomposto i propri portafogli, preferendo gli strumenti monetari dell'area ai titoli azionari nazionali ed esteri; gli investimenti di portafoglio esteri nell'area dell'euro hanno invece mantenuto un profilo relativamente stabile. Una conseguenza di queste riallocazioni è stato il rimpatrio di fondi precedentemente investiti in azioni estere. Ciò ha determinato un accumulo di flussi di capitale provenienti da residenti e/o non residenti dell'area e le risultanti ricomposizioni di portafoglio hanno influito sulla dinamica monetaria, come sostenuto dalla BCE in diverse occasioni [9]. La crescita di M3 sui dodici mesi si è notevolmente rafforzata, sospinta da un ampio aumento delle attività nette sull'estero del settore delle IFM.

Nel periodo successivo, compreso fra l'estate del 2003 e la metà del 2004, gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono diminuiti gradatamente. Nell'estate del 2003, in presenza di attese di minusvalenze connesse al deciso rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, le massicce vendite di obbligazioni e *notes* dell'area dell'euro da parte di non residenti hanno arrestato il precedente andamento positivo. Gli afflussi netti di investimenti di portafoglio sono calati fino a giugno del 2004, soprattutto per via della debole espansione economica dell'area rispetto agli andamenti in altre regioni. Il calo graduale degli afflussi netti di capitale sui dodici mesi e la connessa diminuzione delle attività nette sull'estero delle IFM hanno contribuito ad attenuare la crescita di M3.

Figura 7 Flussi netti per investimenti di portafoglio e crescita di M3 nell'area dell'euro

(flussi annui in miliardi di euro; variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

Nel quarto periodo, che va dalla metà del 2004 alla metà del 2007, è stata osservata una decisa ripresa degli afflussi netti di investimenti di portafoglio, connessa con l'aumento degli acquisti netti di titoli dell'area dell'euro da parte di non residenti. Le indagini di mercato hanno messo in luce un rinnovato interesse per i titoli azionari dell'area da parte degli investitori esteri, che hanno menzionato, fra i principali motivi di interesse, il prezzo appetibile in termini relativi. Una determinante fondamentale di queste strategie di investimento sarebbe stato il crescente riscontro di un miglioramento delle prospettive economiche dell'area dagli inizi del 2005. Nel

8) Questo periodo ha coinciso con il forte ribasso degli indici azionari nel 2001, gli attacchi terroristici dell'11 settembre dello stesso anno, gli scandali contabili negli Stati Uniti nel 2002, il clima di incertezza geopolitica in Medio Oriente e la guerra in Iraq. Negli anni 2001-2003 pertanto i residenti dell'area hanno mostrato una preferenza eccezionale per le attività finanziarie liquide e sicure.

9) Cfr. ad esempio i riquadri *Flussi di capitali esteri e dinamiche monetarie interne nell'area dell'euro* e *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM*, rispettivamente nei numeri di febbraio e di luglio 2005 di questo Bollettino.

periodo in esame, dopo una breve stasi, i flussi sui dodici mesi a favore di M3 hanno continuato ad acquistare vigore, anche grazie allo stimolo esercitato sull'economia dal basso livello dei tassi di interesse.

Per quanto riguarda l'ultimo periodo considerato, compreso fra la metà del 2007 e aprile del 2008, gli afflussi netti di investimenti di portafoglio hanno mostrato una tendenza al ribasso, dovuta in parte alle turbolenze finanziarie delineatesi dall'estate del 2007, ma si sono mantenuti su livelli consistenti sui dodici mesi [10]. La crescita di M3 ha rispecchiato il profilo sui dodici mesi dei flussi di portafoglio.

Nel complesso si può affermare che negli ultimi otto anni le transazioni con l'estero e, più precisamente, gli investimenti di portafoglio, hanno registrato movimenti paralleli agli andamenti della moneta nell'area dell'euro. Se ne conclude quindi che comprendere i fattori all'origine dei flussi di investimenti di portafoglio può concorrere a migliorare l'analisi monetaria.

L'individuazione di questi fattori tuttavia resta complessa poiché le decisioni dei gestori di portafoglio si basano sulle attese relative ai rendimenti futuri, i quali possono ovviamente differire da quelli effettivi (*ex post*).

Un recente studio analitico mostra che è possibile codificare e quantificare nell'ambito di un modello della domanda di moneta le implicazioni che i flussi transfrontalieri di investimenti di portafoglio e i prezzi delle attività internazionali hanno per gli andamenti monetari nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2). Ciò risulta importante per spiegare la dinamica monetaria dell'area nel periodo 1980-2008. In particolare, l'aggregato M3 dell'area, i prezzi delle azioni e obbligazioni dell'area e degli Stati Uniti sono interconnessi, per cui uno squilibrio in uno di questi tre mercati (mercato monetario dell'area, mercato dei titoli dell'area e mercato dei titoli statunitensi) innesca movimenti di correzione negli altri due. Inoltre, dato che i prezzi delle attività sono tempestivamente disponibili, una valutazione in tempo reale dei rischi inflazionistici è realizzabile. Le evidenze empiriche per l'area dell'euro suggeriscono che situare la domanda di moneta nel contesto dei flussi di portafoglio e dei prezzi delle attività internazionali è importante per misurare l'eccesso di liquidità che può comportare rischi diretti per la stabilità dei prezzi.

10) Per un'analisi delle attività nette sull'estero e degli investimenti internazionali, cfr. il riquadro *Gli andamenti recenti delle attività nette sull'estero delle IFM* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino e il riquadro *Le attività nette sull'estero delle IFM e il loro impatto sugli andamenti monetari* nel Rapporto annuale 2007 della BCE.

Riquadro 2

DOMANDA DI MONETA DELL'AREA DELL'EURO E ALLOCAZIONE DI PORTAFOGLIO A LIVELLO INTERNAZIONALE

Nell'ultimo decennio i flussi transfrontalieri di capitale e le interconnessioni fra la moneta e i prezzi delle attività si sono rafforzati, di riflesso alla globalizzazione e agli sviluppi in ambito finanziario. Questi flussi possono incidere sulla velocità di circolazione della moneta, rendendo più complessa l'identificazione della relazione di lungo periodo fra l'espansione monetaria e gli andamenti dei prezzi a livello interno. La stretta correlazione fra gli andamenti dei flussi netti di investimenti di portafoglio e la dinamica di M3 osservata nell'area dell'euro (figura 7 della sezione 4) è analizzata nell'ambito del modello di domanda di moneta proposto da De Santis, Favero e Roffia (2008; di seguito modello DFR) [1]. Come in altri modelli di domanda di moneta, il punto di partenza del loro approccio è l'esi-

1) Cfr. De Santis, R. A., C. A. Favero e B. Roffia (2008), *Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability*, Working Paper della BCE, di prossima pubblicazione; presentato anche al workshop "The external dimension of monetary analysis" organizzato dalla BCE a Francoforte sul Meno il 12 e 13 dicembre 2007.

stenza di una serie di frizioni finanziarie. Ciò implica che la modellizzazione degli aggregati monetari è un esercizio fattibile, nonché utile ai fini della comprensione delle dinamiche macroeconomiche.

Il modello DFR è incentrato su un approccio alla domanda di moneta basato sull'equilibrio di portafoglio e presenta due caratteristiche salienti. La prima è che, affinché le transazioni abbiano un impatto sull'aggregato monetario M3, è necessario un settore controparte non appartenente al settore detentore di moneta; nel modello DFR, questo è rappresentato dal settore detentore di moneta estero (o non residente). La seconda è la necessità di disporre, per poter spiegare le ricomposizioni di portafoglio, di un insieme di misure del costo opportunità, compresi i rendimenti delle attività interne ed estere. Il modello rileva che questi rendimenti (di azioni e obbligazioni a lungo termine), insieme al tasso di rendimento proprio delle attività monetarie dell'area comprese in M3, influiscono sulla quantità di moneta detenuta. Più esattamente, per un dato livello di rischio, la scelta di attività più rischiose dipende dal rendimento aggiuntivo atteso dagli operatori nazionali ed esteri rispetto al tasso di rendimento proprio della moneta.

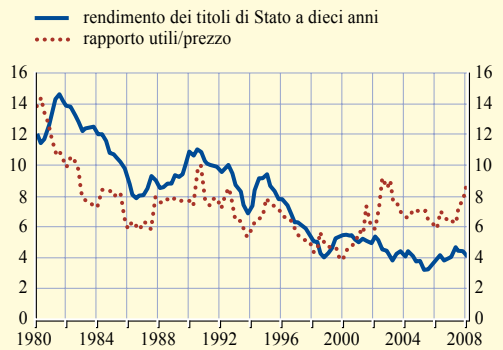
Avvalendosi di tecniche econometriche standard, è possibile individuare tre relazioni di lungo periodo.

1) La prima è rappresentata da un'equazione di domanda di moneta per l'area dell'euro, che pone in relazione la domanda di M3 dell'area con le variabili reddito/ricchezza e i rendimenti relativi delle azioni rispetto alle obbligazioni a lungo termine negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

2) Le altre due legano il rapporto utili/prezzo e i rendimenti obbligazionari a lungo termine, rispettivamente per l'area dell'euro (compreso il tasso di rendimento proprio di M3) e per gli Stati Uniti; esse riflettono il livello di equilibrio nei mercati delle attività della rispettiva area e sono una rappresentazione del "modello FED" di Lander, Orphanides e Douvogiannis (1997) [2]. Questo modello postula che il rapporto utili/prezzo di un indice azionario tende a variare nella stessa direzione dei rendimenti sulle obbligazioni (cfr. figure A e B), fornendo

Figura A Rapporto utili/prezzo e rendimento dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro

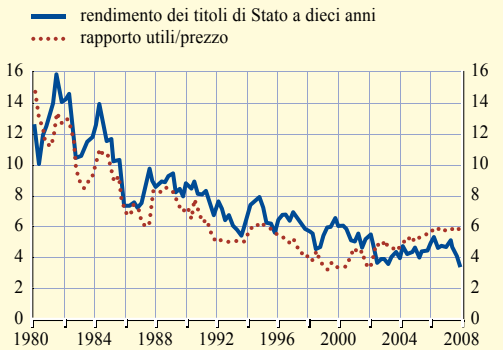
(in percentuale; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BRI, Datastream ed elaborazioni della BCE.

Figura B Rapporto utili/prezzo e rendimento dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti

(in percentuale; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BRI e Datastream.

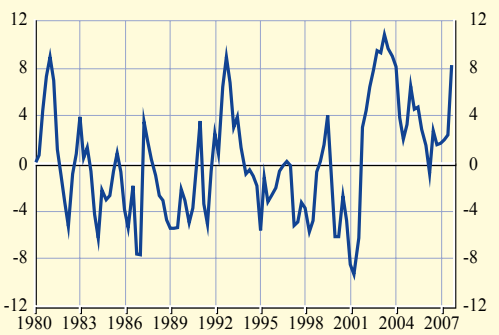
2) Lander, J., A. Orphanides e M. Douvogiannis (1997), "Earnings, forecasts and the predictability of stock returns: evidence from trading the S&P", *Journal of Portfolio Management*, vol. 23, pp. 24-35.

così uno strumento di previsione degli andamenti delle quotazioni azionarie. Per colmare un differenziale positivo fra queste variabili, occorre che le quotazioni azionarie, i rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine, oppure entrambi, aumentino, il che determinerebbe un incremento della redditività futura. Con riferimento all'area dell'euro, la figura A mostra che, sulla base dei dati attuali, questo differenziale ha iniziato ad aumentare nel 2001, di fatto in coincidenza con un periodo di aumento degli afflussi netti di investimenti di portafoglio e di accelerazione dell'aggregato M3 dell'area.

I parametri di queste tre relazioni sono significativi e, sulla base di test statistici standard, il sistema risultava stabile nel periodo considerato, compreso tra il primo trimestre del 1980 e il primo trimestre del 2008, con un ritorno al valore medio, o stazionarietà, dei residui delle tre equazioni.

Figura C Residui dell'equazione di domanda di moneta di lungo periodo per l'area dell'euro nel modello DFR

(in percentuale)



Fonte: De Santis, Favero e Roffia (2008).

La figura C riporta i residui dell'equazione di domanda di moneta di lungo periodo, il cosiddetto *monetary overhang* (squilibrio monetario). La serie oscilla intorno a zero, così che tutti gli scostamenti dello stock effettivo di moneta dalla domanda di lungo periodo implicita nel modello sono "corretti" nel tempo. Tuttavia, poiché il modello è costituito da un sistema di equazioni, questi residui dovrebbero essere interpretati nell'ambito del modello nel suo complesso, tenendo perciò conto anche delle potenziali divergenze fra il rapporto utili/prezzo e i rendimenti obbligazionari che possono verificarsi negli altri due mercati inclusi nel modello. In particolare, anche se il modello può spiegare esaurientemente l'evoluzione a lungo termine dello stock di moneta M3, non è escluso che indicazioni di rischi per la stabilità dei prezzi possano provenire dagli andamenti dei mercati delle attività.

Alla luce di questo modello, è utile formulare due osservazioni.

1) I prezzi delle attività mostrano andamenti volatili; sebbene tale volatilità si trasmetta in parte ai residui della domanda di moneta, quest'ultima evidenzia un rapido ritorno sul valore medio. Oltre a confermare la relazione sottostante fra la moneta e un numero limitato di variabili macroeconomiche, il modello suggerisce che gli andamenti dei prezzi delle attività sono determinanti importanti delle dinamiche monetarie.

2) Fra la moneta e gli andamenti dei prezzi delle attività esistono interconnessioni che funzionano in entrambi i sensi, così che eventuali squilibri in uno dei tre mercati compresi nel modello (M3, il mercato delle attività dell'area dell'euro e quello statunitense) innescano correzioni sugli altri [3]. L'approccio di portafoglio pertanto pone in relazione gli andamenti monetari con la dinamica dei prezzi delle attività in un contesto internazionale, proponendo un collegamento con la crescente letteratura in materia di prezzi delle attività e moneta.

3) Considerando le dinamiche di breve periodo, si osserva che l'impatto dei tre squilibri sul sistema è alquanto pervasivo poiché numerose variabili reagiscono a uno o all'insieme di essi.

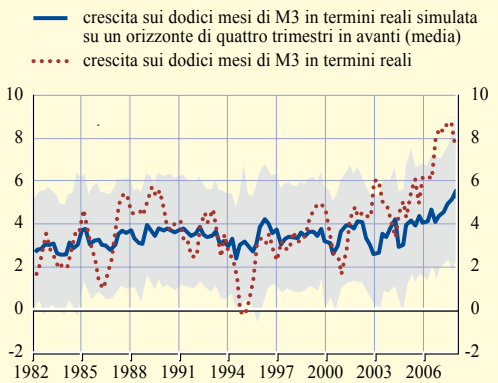
Per quanto riguarda i meccanismi tramite i quali queste interconnessioni si manifestano nel modello, se il rapporto utili/prezzo è inferiore al rendimento sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro, è probabile che i rendimenti aggiuntivi delle attività dell'area corretti per il rischio si riducano, determinando una vendita di tali attività da parte degli investitori internazionali agli operatori interni e una conseguente decelerazione di M3 dell'area. La crescita dell'aggregato M3 potrebbe diminuire anche quando un calo dei rendimenti aggiuntivi corretti per il rischio è atteso negli Stati Uniti, poiché gli investitori internazionali potrebbero vendere una parte dei titoli statunitensi anche a operatori dell'area. Per contro, tanto l'analisi delle risposte ad impulso quanto le evidenze aneddotiche indicano che a un aumento dei rapporti utili/prezzo nell'area dell'euro e/o negli Stati Uniti al disopra dei rispettivi rendimenti obbligazionari a lungo termine fanno riscontro afflussi netti di investimenti di portafoglio nell'area e un'accelerazione di M3. Rileva inoltre sottolineare che esiste una forte correlazione fra gli andamenti del tasso di cambio USD/EUR e i residui delle equazioni dei prezzi delle attività. Pertanto, l'inclusione dei rapporti utili/prezzo, dei rendimenti obbligazionari e del tasso di rendimento proprio di M3 dell'area nel modello DFR della domanda di moneta coglie implicitamente l'incidenza dei flussi netti di portafoglio e del tasso di cambio sull'espansione dell'aggregato monetario ampio dell'area.

Nel complesso, si può senz'altro affermare che situare la domanda di moneta nel contesto dei flussi internazionali di investimenti di portafoglio contribuisce in modo rilevante a spiegare la dinamica di M3 dell'area dell'euro. Inoltre, l'immediata disponibilità dei prezzi delle attività permette di valutare in tempo reale i rischi inflazionistici tramite un raffronto fra l'espansione monetaria effettiva e i valori ricavati dai modelli.

La figura D, che illustra la crescita sui dodici mesi di M3 in termini reali sulla base degli andamenti delle variabili comprese nel modello, mostra che negli ultimi anni il differenziale positivo fra il dato effettivo e quello ricavato dal modello si è andato ampliando. Questo differenziale è significativo dal punto di vista statistico per spiegare gli andamenti dello IAPC dell'area dell'euro. Una valutazione dell'efficacia di questo indicatore nel prevedere l'evoluzione dell'inflazione su un orizzonte di sei trimestri è stata condotta sulla base di un approccio bivariato standard utilizzando la metodologia proposta da Stock e Watson (1999) [4]. È emerso che, sulla base delle stime ricorsive delle equazioni per il periodo compreso fra il primo trimestre del 2000 e il primo trimestre del 2008, l'indicatore del differenziale di crescita monetaria basato sul modello DFR fornisce risultati migliori rispetto al modello univariato di riferimento e mostra una buona performance sia in termini di scarto quadratico medio, sia di distorsioni di previsione. Data la stabilità del modello DFR, ciò indica un lieve aumento dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, in particolare nel corso degli ultimi due anni.

Figura D Crescita di M3 dell'area dell'euro in termini reali: dati effettivi e valori simulati mediante il modello DFR

(variazioni percentuali in ragione d'anno)



Fonte: De Santis, Favero e Roffia (2008).
Nota: l'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza al 95 per cento della crescita sui dodici mesi di M3 in termini reali simulata su un orizzonte di quattro trimestri.

4) Stock, J. e M. W. Watson (1999), "Forecasting inflation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, pp. 293-335.

5 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Lo scopo dell'analisi monetaria è individuare il tasso tendenziale sottostante della crescita della moneta che fornisce solide indicazioni circa la presenza di rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. A tal fine, essa deve distinguere il segnale di fondo dagli andamenti legati, ad esempio, al crescente impatto della globalizzazione finanziaria sulla velocità di circolazione della moneta; questo impatto si concretizza tramite le oscillazioni dei prezzi delle attività internazionali che, incidendo sulla composizione dei portafogli a livello internazionale, possono altresì ripercuotersi direttamente sui mercati monetari interni e rendere l'analisi monetaria più complessa alle frequenze più elevate.

Al tempo stesso un fatto saliente degli ultimi anni è rappresentato dagli ingenti volumi di liquidità e di risparmio investiti in portafogli internazionali, che hanno fortemente inciso sui premi per il rischio di diverse classi di attività. In ultima analisi, gli andamenti dei prezzi delle attività e delle materie prime potrebbero ripercuotersi sui prezzi al consumo interni tramite gli effetti ricchezza e le ragioni di scambio.

La liquidità internazionale, i flussi di portafoglio, i prezzi delle attività internazionali e l'espansione monetaria interna sono tutti interconnessi. Ciò richiede un costante affinamento dell'analisi monetaria e il ricorso a una gamma sempre più vasta di strumenti e modelli analitici, al fine di distinguere empiricamente i diversi effetti sull'aumento dei prezzi delle attività e sull'inflazione al consumo. Mentre l'esistenza di una relazione di lungo periodo fra la crescita interna della moneta e l'inflazione è un fatto indiscusso, gli studi empirici sugli effetti della liquidità internazionale sono ancora agli inizi. Le evidenze empiriche relative all'area dell'euro suggeriscono che situare la domanda di moneta nel contesto dei flussi di investimenti di portafoglio e dei prezzi delle attività internazionali risulta importante per spiegare la dinamica di M3 dell'area dell'euro e misurare l'eccesso di liquidità che può comportare rischi diretti per la stabilità dei prezzi.

IL RUOLO DELLE BANCHE NEL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Nel sistema finanziario dell'area dell'euro le banche rivestono tradizionalmente un ruolo di primaria importanza nell'allocazione dei risparmi e nel finanziamento delle imprese e delle famiglie. Pertanto, l'adeguamento da parte delle banche dell'attività di prestito e dell'attribuzione di un prezzo ai prestiti in risposta agli interventi di politica monetaria della BCE è un canale rilevante attraverso il quale la politica monetaria influenza l'economia. Le tensioni nei mercati monetari e del credito osservate dalla metà del 2007 hanno messo in evidenza l'importanza di tenere sotto stretta osservazione il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il presente articolo fa il punto sulle recenti ricerche in merito a tale ruolo, prestando particolare attenzione all'area dell'euro. L'articolo descrive innanzitutto i vari canali attraverso cui le banche possono svolgere un ruolo nella trasmissione della politica monetaria. Valuta poi le implicazioni per quest'ultima dei recenti cambiamenti nel panorama finanziario e nell'attività bancaria in particolare. In considerazione di questi sviluppi, è probabile che il meccanismo di trasmissione si sia evoluto.

1 INTRODUZIONE

Le banche sono attori importanti nel sistema finanziario dell'area dell'euro e agevolano il flusso di attività finanziarie dai risparmiatori ai soggetti con esigenze di investimento e consumo. Esse sono i principali raccoglitori di fondi e fornitori di finanziamenti per i settori delle società non finanziarie e delle famiglie. Questa caratteristica è in contrasto con gli Stati Uniti, dove è più importante il finanziamento mediante il mercato dei capitali (cfr. tavola 1). Quindi, in una prospettiva di politica monetaria, è essenziale comprendere con chiarezza il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria [1].

Il presente articolo fa il punto sulle recenti ricerche in merito alla funzione delle banche nel meccanismo di trasmissione nell'area dell'euro. La sezione 2 evidenzia i vari canali attraverso cui le banche possono svolgere un ruolo in tale meccanismo. La sezione 3 passa in rassegna i cambiamenti fondamentali osservati nell'attività bancaria negli anni recenti per effetto dell'innovazione finanziaria, delle modifiche normative e del processo di integrazione finanziaria, nonché le relative implicazioni potenziali per il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione. La sezione 4 pone questi risultati nella prospettiva delle tensioni nei mercati del credito in atto dalla metà del 2007. La sezione 5 trae le conclusioni.

1) Cfr. anche gli studi condotti agli inizi degli anni 2000 dal *network* dell'Eurosistema sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, raccolti in Angeloni, I., A. N. Kashyap e B. Mojon (a cura di) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.

Tavola 1 Indicatori selezionati della struttura finanziaria nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)

Fine 2007	Area dell'euro	Stati Uniti
Attività finanziarie totali del settore bancario	249	144
Credito bancario a istituzioni diverse dalle banche	137	62
di cui prestiti al settore delle società non finanziarie	50	17
Titoli di debito emessi da società non finanziarie	8	26
Capitalizzazione del mercato azionario	75	112
Cartolarizzazione	6	18

Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Thomson Financial Datastream e Federal Reserve Board of Governors.
Note: le attività finanziarie totali del settore bancario fanno riferimento al settore aggregato delle IFM per l'area dell'euro e alla somma di banche commerciali, banche di depositi e banche di credito cooperativo, fondi comuni monetari, broker e intermediari in titoli per gli Stati Uniti. I dati sulla cartolarizzazione si basano sulle attività cartolarizzate (*asset-backed securities*) denominate in euro/dollari, sui mutui ipotecari cartolarizzati e sui titoli correlati ad agenzie governative.

2 IL RUOLO DELLE BANCHE NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

In generale, la solidità finanziaria delle banche e delle rispettive controparti può avere effetti più o meno marcati sull'economia reale, a seconda dell'esistenza e dell'entità di imperfezioni nel mercato del credito. Ciò può accadere poiché le banche impongono un premio al rischio per la fornitura di credito in aggiunta al rischio di credito dei prenditori in presenza di informazioni asimmetriche. In determinate circostanze, le banche possono addirittura razionare il credito [2]. Inoltre, il fatto che il rischio di credito segua i cicli economici per effetto delle oscillazioni dei valori delle garanzie dei prenditori fa sì che l'offerta di credito bancario abbia una generale tendenza a essere prociclica e possa essa stessa causare fluttuazioni macroeconomiche. Si è argomentato che questi effetti possono addirittura essere amplificati dai requisiti patrimoniali minimi, che sono calcolati utilizzando attività ponderate per il rischio. A fronte di tale contesto, il comportamento delle banche può contribuire alla trasmissione della politica monetaria all'attività economica reale in numerosi modi [3].

I CANALI TRADIZIONALI DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La ricerca accademica ha individuato vari canali attraverso i quali la politica monetaria si può trasmettere all'economia reale. Innanzitutto, la politica monetaria può avere un impatto sulle decisioni di spesa in termini reali attraverso il canale tradizionale dei tassi di interesse, per cui le variazioni dei tassi di riferimento della BCE si ripercuotono sul livello generale dei tassi di interesse e quindi sulle decisioni di consumo e di investimento nonché, in ultima istanza, sull'attività economica reale e sull'inflazione [4]. In ragione della quota relativamente ampia di prestiti e depositi bancari rispetto alle attività e passività finanziarie totali dell'area dell'euro, la trasmissione attraverso i tassi di interesse bancari è un elemento fondamentale del canale dei tassi di interesse. L'impatto di questo canale può mutare a seconda dell'ampiezza e della velocità con cui i tassi di interesse bancari su prestiti e depositi si adeguano al variare dei tassi di riferimento. Occorre notare che la trasmissione dei tassi di interesse bancari di per se stessa dipende da molteplici fattori, come il grado di concorrenza fra le banche e l'andamento dei mercati finanziari, ma anche la situazione di bilancio delle banche e dei prenditori, al cui riguardo si potrebbero formulare osservazioni anche in relazione al canale del credito (trattato successivamente).

In secondo luogo, data la potenziale presenza di imperfezioni nel mercato del credito e l'imperfetta sostituibilità delle attività e passività bancarie con quelle non bancarie, gli istituti di credito possono svolgere ruoli distinti nell'amplificare gli effetti delle variazioni di politica monetaria. La misura in cui il comportamento delle banche nell'espletare l'attività di prestito influisce sulla trasmissione della politica monetaria dipende in larga misura dal fatto che i prestiti e depositi bancari siano "speciali" (nel senso che mancano dei sostituti perfetti), come evidenziato dalla letteratura sul canale del credito della trasmissione monetaria [5]. Essenzial-

2) Cfr. Stiglitz, J. E. e A. Weiss, "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71, n. 3, giugno 1981, pp. 393-410; nonché Holmström, B. e J. Tirole, "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 3, 1997, pp. 663-691. Cfr. anche Freixas, X. e J.-C. Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.

3) Come controparti delle operazioni di politica monetaria, le banche chiaramente svolgono anche un ruolo diretto nell'attuazione della politica monetaria.

4) Il canale dei tassi di interesse funziona in base all'assunto che alcuni prezzi e i salari nominali sono rigidi (ovvero esibiscono vischiosità) nel breve periodo. Per un'evidenza recente sul meccanismo generale di trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro cfr. per esempio Boivin, J., M. P. Giannoni e B. Mojon, "Macroeconomic dynamics in the euro area", contributo su invito alla pubblicazione Acemoglu, D., K. Rogoff e M. Woodford (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 2008*.

5) Cfr. ad esempio Bernanke, B. S. e A. Blinder, "Credit, money, and aggregate demand", *American Economic Review*, 78, n. 2, maggio 1988, pp. 901-921; Bernanke, B. S. e M. Gertler, "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9, n. 4, autunno 1995, pp. 27-48; nonché Bernanke, B. S., M. Gertler e S. Gilchrist, "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework" in Taylor, J. e M. Woodford (a cura di) (1999), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, North-Holland.

mente, l'esistenza di un canale del credito dipende, da un lato, dalla misura in cui le banche riescono a sostituire i depositi con altre fonti di finanziamento e, dall'altro, dal grado con cui i prenditori di prestiti bancari riescono a trovare fonti di finanziamento alternative al credito bancario. Riguardo a quest'ultimo, soprattutto le piccole e medie imprese e le famiglie potrebbero riscontrare difficoltà nel trovare fonti di finanziamento esterno diverse dai prestiti bancari e, quindi, sono condizionate in larga misura dalla disponibilità immediata del credito bancario per finanziare le proprie attività di investimento e consumo.

Il canale del credito in "senso stretto" (o canale dei prestiti bancari) opera attraverso l'effetto di una variazione di politica monetaria dal lato delle passività dei bilanci delle banche, che può comportare una correzione delle attività bancarie, compresi i prestiti. Per esempio, una riduzione delle riserve detenute dalle banche indotta dalla politica monetaria potrebbe determinare una contrazione dell'offerta di prestiti se le banche non sono pienamente in grado di sostituire i depositi con altre fonti di finanziamento (ad esempio, in ragione delle dimensioni o della posizione patrimoniale) oppure se hanno riserve di liquidità insufficienti [6)]. Il canale dei prestiti bancari è connesso in parte alla posizione patrimoniale delle banche, nel senso che la politica monetaria può indurre le banche ad adeguare l'offerta di prestiti incidendo sulla posizione patrimoniale (che è soggetta a requisiti minimi obbligatori e a obiettivi determinati sulla base di *rating*) [7)].

Il canale del credito in "senso lato" (o canale del bilancio) riguarda la posizione di bilancio dei prenditori dei prestiti bancari. La politica monetaria può, attraverso l'impatto sui tassi di interesse che incide sul reddito disponibile, sui flussi di cassa delle imprese e (attraverso il canale del prezzo delle attività) sul valore delle garanzie, modificare la ricchezza netta dei prenditori e quindi la propensione delle banche a erogare prestiti. Ciò può quindi alterare "il premio per il finanziamento esterno" per i prenditori di prestiti bancari [8)].

IL CANALE DELL'ASSUNZIONE DI RISCHIO NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Più di recente è stato introdotto il concetto di canale dell'"assunzione di rischio" per la trasmissione della politica monetaria [9)]. Questo canale può funzionare in vari sensi (cfr. anche il riquadro 1 per un'esposizione più dettagliata della relazione fra politica monetaria e avversione al rischio). Innanzitutto, influenzando il valore delle garanzie, i prezzi delle attività e i flussi di cassa, la politica monetaria può ripercuotersi sulla percezione del rischio e sulla tolleranza allo stesso da parte delle banche (e delle istituzioni diverse dalle banche) e, quindi, sul comportamento generale in merito all'assunzione di rischio nell'economia. Ad esempio, Jiménez et al. (2007) mostrano che le banche tendono a erogare prestiti a prenditori più rischiosi quando l'orientamento di politica monetaria è accomodante [10)]. Occorre probabil-

6) Empiricamente, questo canale è stato in genere studiato utilizzando dati microeconomici; cfr. ad esempio Kashyap, A. N. e J. Stein, "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?", *American Economic Review*, 90, n. 3, giugno 2000, pp. 407-28. Per l'area dell'euro, cfr. i documenti raccolti in Angeloni, I., A. N. Kashyap e B. Mojon (a cura di) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press.

7) Un presupposto essenziale per il canale della posizione patrimoniale delle banche è che il mercato del capitale di rischio bancario sia imperfetto; cfr. ad esempio Van den Heuvel, S. "Does bank capital matter for monetary transmission?", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, maggio 2002, pp. 259-265; Kishan, R. P. e T. P. Opiela (2006), "Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy", *Journal of Banking & Finance*, 30, pp. 259-285; Gambacorta, L. e P. Mistrulli (2003), "Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy", Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia, n. 486; infine, Altunbas, Y., G. de Bondt e D. Marqués, "Bank capital, bank lending, and monetary policy in the euro area", *Kredit und Kapital*, 4/2004.

8) Il premio per il finanziamento esterno è la differenza fra il costo dei capitali esterni e quello dei capitali interni per il prenditore.

9) Cfr. ad esempio Borio, C. e H. Zhu, "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", documento presentato alla conferenza della BCE *The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism*, novembre 2007.

10) Cfr. Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró-Alcalde e J. Saurina (2007), *Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk?*, Discussion Paper del CEPR, n. 6514 (e prossimo Working Paper della BCE). Analogamente, è stato dimostrato che i criteri per la concessione dei prestiti bancari tendono a essere prociclici, cfr. Berger, A. N. e G. F. Udell (2004), "The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour", *Journal of Financial Intermediation*, 13, pp. 458-495.

mente distinguere in questo contesto gli effetti del canale del bilancio tradizionale sulla ricchezza netta dei prenditori e l'effetto aggiuntivo di amplificazione delle decisioni in merito all'assunzione di rischio da parte di banche e altri operatori economici. Inoltre, è stato anche mostrato che il credito bancario è connesso con le fluttuazioni economiche, come prova per esempio la correlazione empirica fra il ciclo del credito e quello dei prezzi delle attività [11]. In secondo luogo, oltre a questo effetto che agisce sull'atteggiamento delle banche in merito all'assunzione di rischio, è stato suggerito che la politica monetaria, interessando i prezzi delle attività, può generare un differenziale tra i rendimenti effettivi e gli obiettivi di rendimento nominale di alcuni investitori istituzionali, che potrebbe spingere questi ultimi a una "ricerca di rendimento" in una gamma più ampia di attività. Ad esempio, il contesto di bassi tassi di interesse osservato negli anni recenti potrebbe aver indotto alcuni investitori istituzionali (come i fondi pensione e le società di assicurazione) a investire in misura sempre maggiore in attività legate al credito, circostanza che ha permesso alle banche di finanziarsi sempre più attraverso la vendita di prestiti nel mercato secondario, così amplificando potenzialmente la loro capacità di offrire nuovi prestiti. È stato altresì argomentato che se gli intermediari finanziari e gli operatori di mercato si aspettano una qualche "assicurazione" da parte della banca centrale contro i rischi al ribasso dei prezzi delle attività, potrebbero nascere fenomeni di *moral hazard* in forma di eccessiva assunzione di rischio nel ciclo economico.

11) Cfr. ad esempio Borio, C. e P. Lowe, *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*, Working Paper della BRI, n. 114, luglio 2002; Borio, C. e P. Lowe, *Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?*, Working Paper della BRI, n. 157, luglio 2004; Reinhart, C. e K. Rogoff (2008), *Is the 2007 US sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison*, Working Paper dell'NBER, n. 13761; infine Detken, C. e F. Smets, "Asset price booms and monetary policy", in Horst Siebert (a cura di) (2004), *Macroeconomic policies in the world economy*, Springer, Berlino.

Riquadro 1

L'ASSUNZIONE DI RISCHIO E IL COMPENSO PER IL RISCHIO COME ELEMENTI DEL PROCESSO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La questione dell'assunzione di rischio e della gestione dello stesso da parte delle banche commerciali è solo un aspetto di un possibile canale dell'assunzione di rischio per la politica monetaria. È già stato appurato da tempo che i tassi di politica monetaria rientrano nella serie delle potenziali determinanti alla base dei differenziali per il rischio finanziario. Solo recentemente, però, la letteratura accademica ha incominciato a studiare più sistematicamente i meccanismi attraverso i quali la strategia e la conduzione della politica monetaria possono influenzare la valutazione dei rischi nonché l'entità e la dinamica dei premi al rischio finanziario. A integrazione dell'analisi dell'assunzione di rischio da parte delle banche commerciali esposta nell'articolo, il presente riquadro propone una prospettiva più generale sulla relazione tra politica monetaria e premi al rischio.

L'importanza dei premi al rischio finanziario per il processo di trasmissione della politica monetaria

Lo strumento fondamentale di politica monetaria delle banche centrali moderne è un tasso di interesse nominale a breve termine. Dal momento che i livelli attuali e attesi dei tassi di interesse sono un elemento centrale nella valutazione di vari titoli finanziari, la politica monetaria ha un impatto su un'ampia gamma di prezzi e rendimenti di attività. Questi a loro volta sono fattori importanti che influenzano l'attività economica reale e l'inflazione.

Dal momento che le attività finanziarie sono diritti a pagamenti futuri, si può pensare che le loro quotazioni riflettano le attese attualizzate circa tali pagamenti. I fattori di sconto utilizzati per questo esercizio dovrebbero riflettere i tassi di interesse per varie scadenze aumentati dei premi la cui entità varierà a seconda del "grado di rischio" della rispettiva attività [1]. Pertanto, le attività più rischiose saranno scambiate a un prezzo inferiore o, in alternativa, offriranno un rendimento maggiore agli investitori. Questa scomposizione in prezzi e rendimenti delle attività implica che i tassi di politica monetaria possono avere un impatto sul rispettivo valore, cambiando le prospettive per i futuri pagamenti o modificando la componente priva di rischio del fattore di sconto, ma anche influendo sul premio al rischio. Pertanto, per qualsiasi aspetto del meccanismo di trasmissione che opera attraverso modifiche al valore delle attività e ai tassi di interesse (che influiscono sulle decisioni di investimento e spesa) vanno presi in considerazione potenziali effetti di amplificazione o attenuazione derivanti dalla variazione dei premi al rischio.

Data la rilevanza dei premi al rischio per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, l'impatto di quest'ultima può essere studiato sotto due aspetti interconnessi. In primo luogo, vi è la necessità di determinare le relazioni che possono sussistere tra il livello dei tassi di interesse a breve termine da un lato e la valutazione del rischio da parte del settore privato nonché il compenso richiesto per lo stesso, dall'altro. In secondo luogo, è importante comprendere la relazione generale tra i premi al rischio e la conduzione e la strategia di politica monetaria. Questo secondo aspetto assume una prospettiva più strutturale, orientata all'importanza di aspetti come l'obiettivo di politica monetaria o la trasparenza e la comunicazione della banca centrale.

Variazioni dei tassi di politica monetaria e dei premi al rischio

Riguardo al primo aspetto, le variazioni dei tassi di politica monetaria possono in linea di principio avere un impatto sia sul grado di rischio percepito di talune attività sia sul compenso per il rischio richiesto dagli investitori [2]. I due effetti dovrebbero anche valere, per analogia, dal punto di vista di una banca in relazione, da un lato, al grado di rischio percepito dei prenditori o dei rispettivi progetti e, dall'altro, alla propensione generale della banca a impegnarsi in un'attività di prestito più rischiosa.

A titolo di esempio del primo tipo di impatto, un inasprimento monetario può concorrere a un aumento del grado di rischio dei titoli emessi da imprese attraverso un aumento indotto dei costi per interessi o un indebolimento dei bilanci. Pertanto, questo effetto può essere interpretato come un ulteriore aspetto del canale del bilancio. Ciò contribuisce a spiegare perché le attese di rendimenti azionari aggiuntivi e i differenziali delle obbligazioni societarie probabilmente aumentano in risposta a un inasprimento della politica monetaria [3].

1) Cfr. Cochrane, J. H. (2005), *Asset pricing*, Princeton University Press.
2) Cfr. Bernanke, B. S. e K. N. Kuttner, "What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?", *The Journal of Finance*, 60, n. 3, giugno 2005, pp. 1221-1257.
3) Riguardo ai premi al rischio di inflazione contenuti nei prezzi delle attività in termini nominali, gli incrementi dei tassi di interesse a breve termine possono avere l'effetto opposto, ovvero quello di abbassare i premi, come riscontrati nel modello senza arbitraggio descritto in Hördahl, P. e O. Tristani (2007), *Inflation risk premia in the term structure of interest rates*, Working paper della BCE, n. 734. Gli autori sostengono che questo effetto possa essere la conseguenza di un inasprimento della politica monetaria che aumenta la fiducia del settore privato in assenza di inattesi incrementi futuri dell'inflazione.

Per quanto riguarda il secondo tipo di impatto, le variazioni dei tassi di interesse potrebbero comportare un cambiamento del compenso richiesto per il rischio. Il compenso per il rischio può essere considerato strettamente connesso con l'avversione al rischio degli investitori, che non è costante nel tempo ma varia al variare delle condizioni economiche. Una relazione fra politica monetaria e avversione al rischio degli investitori può insorgere, per esempio, in presenza di modelli comportamentali persistenti tali che la disponibilità ad assumere rischi è tanto più elevata quanto più i livelli correnti di consumo degli investitori superano un "livello di riferimento". Quest'ultimo può essere inteso come una media dei livelli di consumo del passato recente. Se una decisione restrittiva di politica monetaria si ripercuote negativamente sull'attività reale corrente e sui livelli di consumo, essa può nel contempo aumentare l'avversione al rischio degli investitori [4)].

Quanto all'evidenza empirica di questi effetti, è piuttosto problematico individuare quantitativamente la relazione tra i tassi di politica monetaria e i premi al rischio. Un approccio è studiare la relazione diretta ("in forma ridotta") tra i tassi di politica monetaria da un lato e le misure dei premi al rischio, della valutazione del rischio o del compenso per il rischio dall'altro [5)]. Tuttavia, dal momento che la politica monetaria reagisce a variazioni del contesto economico, spesso si ritiene più appropriato isolare l'effetto puro, cioè quello della parte inattesa delle variazioni dei tassi di politica monetaria, sui premi al rischio. Quanto agli effetti di tali impulsi di politica monetaria, vi è in realtà evidenza che gli aumenti dei tassi di politica monetaria possono determinare un aumento dei rendimenti azionari aggiuntivi attesi o un ampliamento dei differenziali delle obbligazioni societarie [6)].

Elementi di strategia delle politica monetaria e premi al rischio

Oltre alla questione del modo in cui le variazioni dei tassi di politica monetaria influiscono sui premi al rischio, è importante sapere se gli elementi di una strategia di politica monetaria possono influire sui livelli complessivi dei premi al rischio. In effetti, la letteratura accademica recente conferma la tesi (da tempo sostenuta dai responsabili della politica monetaria e dai commentatori) che la valutazione del rischio da parte degli investitori e il compenso per il rischio dipendono da aspetti quali la trasparenza, la credibilità o la prevedibilità della politica monetaria.

Ad esempio, un maggior grado di credibilità e prevedibilità della politica monetaria è stato avanzato come spiegazione del recente episodio di rendimenti dei titoli di Stato e dei connessi premi a termine straordinariamente bassi [7)]. Inoltre, si è suggerito che ha un ruolo l'obiettivo stesso di

4) Cfr. per esempio Campbell, J. Y. e J. H. Cochrane (1999), "By force of habit: a consumption-based explanation of aggregate stock market behavior", *Journal of Political Economy*, 107, pp. 205-51. Nel modello di J. A. Wachter descritto in "A consumption-based model of the term structure of interest rates", *Journal of Financial Economics*, 79, 2006, pp. 365-99, in cui il rischio stesso è costante, il tasso di consumo in avanzo (che comporta un compenso per il rischio variabile nel tempo) determina interamente i premi a termine sulle obbligazioni nominali.

5) Cfr. per esempio Manganelli, S. e G. Wolswijk (2007), *Market discipline, financial integration and fiscal rules – what drives spreads in the euro area government bond market?*, Working Paper della BCE, n. 745, che segnala un marcato comovimento dei differenziali delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro e del livello dei tassi di interesse a breve termine. Un altro esempio è la relazione tra l'orientamento di politica monetaria e il compenso per il rischio nel mercato dei *credit default swap* (CDS) riscontrata in Amato, J. D.,"Risk aversion and risk premia in the CDS market", *Quarterly Review* della BRI, dicembre 2005.

6) Cfr. ad esempio Deutsche Bundesbank, "Corporate bond spreads", *Financial Stability Report 2005*, e Bernanke e Kuttner (2005; cfr. nota 2).

7) Cfr. Backus, D. e J. H. Wright, *Cracking the conundrum*, Finance and Economics Discussion Series Paper del Federal Reserve Board, 2007-46. Riguardo alla questione della credibilità più in generale, in Palomino, F. J. (2007), *Interest rates, bond premia and monetary policy*, mimeo, University of Michigan, si riscontra che i vantaggi della stabilità generati da una politica monetaria con un impegno definito (ampiamente trattata nella letteratura sulla politica monetaria ottimale) arrivano di riflesso a premi al rischio di inflazione più bassi.

politica monetaria (ad esempio la percezione del peso che la banca centrale attribuisce alla stabilità dei prezzi a fronte di altri obiettivi possibili) [8].

È anche importante che una reazione della banca centrale alle condizioni macroeconomiche, colta in genere nella letteratura accademica attraverso il concetto stilizzato di "funzione di reazione", sia percepita come sistematica. Il grado in cui una banca centrale reagisce a fluttuazioni macroeconomiche avverse, ovvero a fluttuazioni incompatibili con il proprio obiettivo di stabilità dei prezzi, avrà certamente un impatto sul premio al rischio richiesto dagli investitori detentori di attività che ripaghino in termini nominali [9].

Infine, è importante probabilmente il grado di comprensione degli operatori economici circa il funzionamento dell'economia in generale e le reazioni di politica monetaria in particolare. A questo riguardo, variazioni della fiducia delle famiglie nella regola di politica monetaria possono avere un notevole impatto sull'entità sia dei premi all'inflazione compresi nei rendimenti obbligazionari nominali sia dei premi per il rischio azionario [10].

Nel complesso, la letteratura che studia il ruolo dei premi al rischio e la loro dipendenza dalla politica monetaria in uno schema coerente di moderni modelli monetari (di equilibrio) è ancora agli esordi. Inoltre, lo studio di questa correlazione è senza dubbio un percorso per poter ottenere una visione più completa del meccanismo di trasmissione.

8) Cfr. Söderlind, P. *Monetary policy effects on financial risk premia*, Discussion Paper della University of St. Gallen, n. 2006-26.
9) Cfr. Gallmeyer, M. F., B. Hollifield, F. J. Palomino e S. E. Zin, "Arbitrage-free bond pricing with dynamic macroeconomic models", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, luglio/agosto 2007, pp. 305-326.
10) I premi complessivi sarebbero quindi costituiti da adeguati premi al rischio e premi per l'incertezza. Cfr. Tristani, O. (2007), *Model misspecification, the equilibrium natural interest rate and the equity risk premium*, Working Paper della BCE, n. 808.

3 RECENTI ANDAMENTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E RELATIVE IMPLICAZIONI PER IL MECCANISMO DI TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

I risultati teorici ed empirici, riportati sopra, in merito al ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria riguardano prevalentemente un sistema finanziario tradizionale in cui le banche fungono da intermediari raccogliendo depositi e concedendo prestiti al settore non finanziario e dove sussiste una chiara distinzione tra il funzionamento delle banche e quello dei mercati dei capitali. Negli ultimi decenni, però, hanno avuto luogo cambiamenti importanti nelle modalità di svolgimento dell'attività bancaria, nonché nel sistema finanziario più in generale. Una questione importante è, in particolare, come l'affermarsi delle cartolarizzazioni e di prodotti di credito strutturato, trasformando il modello di attività bancaria tradizionale e attirando nuovi investitori nei mercati del credito, abbia influenzato il sistema finanziario e il modo in cui esso interagisce con la politica monetaria. È probabile che le molteplici innovazioni finanziarie, soprattutto nell'ambito del trasferimento del rischio di credito, abbiano influito sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In questo processo, la conduzione della politica monetaria è diventata più complessa rispetto al passato.

EVOLUZIONE RECENTE DELL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

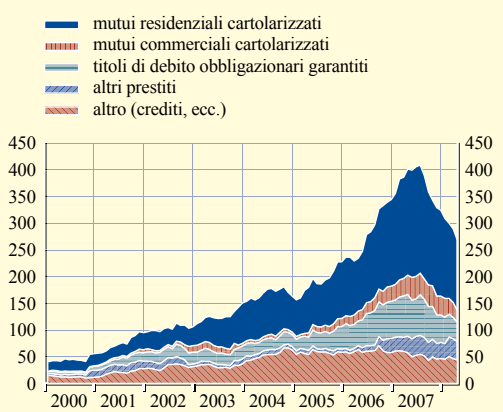
Il contesto favorevole dei recenti anni, caratterizzati da premi al rischio ridotti, bassa inflazione e rapido progresso tecnologico, insieme a un processo protratto nel tempo di deregolamentazione e integrazione finanziaria, e il contemporaneo proce-

dere verso principi contabili di *fair value* e verso requisiti di adeguatezza patrimoniale più sensibili al rischio hanno impresso un notevole impulso all'innovazione finanziaria. Uno degli andamenti più rilevanti a questo riguardo è costituito dall'impennata dell'attività di cartolarizzazione e dalla diffusione di nuovi e innovativi strumenti di trasferimento del rischio di credito più in generale [12].

Seppur rilevanti da molti anni nel sistema finanziario degli Stati Uniti, le attività di cartolarizzazione nell'area dell'euro si sono sviluppate più di recente. Nondimeno, la crescita dei mercati delle cartolarizzazioni nell'area dell'euro è stata notevole fino al recente rallentamento causato dalle tensioni nei mercati finanziari iniziate a metà del 2007 (cfr. figura 1). Infatti, l'emissione di attività cartolarizzate (*asset-backed securities*) denominate in euro è aumentata da circa 50 miliardi di euro del 1999 a quasi 400 miliardi a metà del 2007 [13]. È opportuno ricordare, però, che i progressi nell'attività di cartolarizzazione sono stati relativamente disomogenei fra i paesi dell'area e che, nonostante la notevole espansione osservata negli anni recenti, il livello dell'attività di cartolarizzazione nell'area rimane di gran lunga inferiore a quello di Stati Uniti e Regno Unito (cfr. figura 2).

Figura 1 Emissione di attività cartolarizzate denominate in euro

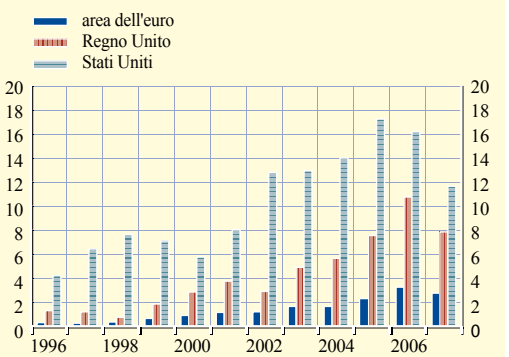
(dati mensili, somma mobile di dodici mesi)



Fonte: Dealogic DCM Analytics.
Nota: la categoria dei titoli di debito obbligazionari garantiti non comprende quelli sintetici.

Figura 2 Cartolarizzazione nell'area dell'euro, nel Regno Unito e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)



Fonte: Dealogic DCM Analytics.
Nota: per paese del rischio sottostante. I dati comprendono attività cartolarizzate ma escludono i titoli di debito obbligazionari garantiti e i titoli emessi dalle agenzie statunitensi di emanazione governativa.

Un altro esempio dell'impennata delle attività di trasferimento del credito nel sistema finanziario è che le consistenze nozionali in essere nel mercato mondiale dei *credit default swap* (CDS) sono aumentate da un valore praticamente nullo nel 2001 a circa 60.000 miliardi di dollari statunitensi alla fine del 2007 [14]. Inoltre, gli ultimi decenni hanno visto crescere l'importanza di una serie di intermediari finanziari non bancari [15]. Benché questo processo abbia avuto origine in larga misura negli Stati Uniti, uno sviluppo analogo è stato osservato nel sistema finanziario dell'area dell'euro, per cui gli intermediari finanziari non bancari come i fondi di investimento, le società di assicurazione, i fondi pensione e gli operatori di carte di credito hanno acquisito sempre maggior rilevanza. Più di recente, hanno avuto una significativa espansione anche soggetti finanziari più inconsueti come gli *hedge fund*, i fondi di titoli di debito garantiti

12) Per una rassegna più dettagliata dell'attività di cartolarizzazione, cfr. l'articolo *La cartolarizzazione nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2008 di questo Bollettino.
13) In base a una somma mobile su dodici mesi.
14) Cfr. per esempio *OTC derivatives market activity in the second half of 2007*, BRI, maggio 2008, e *ISDA Year-End 2007 Market Survey*, International Swaps and Derivatives Association, 2008.
15) Cfr. anche Rajan, R. (2005), *Has financial development made the world riskier?*, Working Paper dell'NBER, n. 11728.

(*collateralised debt obligation*, CDO), le società veicolo e i *conduit* [16].

L'affermarsi di questi nuovi operatori ha creato una base di investitori più ampia e quindi ha facilitato, da un lato, il collocamento delle attività finanziarie generate dalle banche (come i prestiti cartolarizzati e sindacati) e, dall'altro, ha incoraggiato il finanziamento mediante ricorso al mercato (come la carta commerciale e le obbligazioni societarie). Un'ulteriore implicazione di questa evoluzione è che le modalità con cui le banche offrono e fissano i prezzi dei prestiti erogati sono sempre più determinate dalla misura in cui i prestiti possono essere protetti oppure venduti sul mercato. Pertanto, il processo di concessione dei prestiti è diventato più sensibile alle variazioni dei prezzi di mercato del rischio di credito (come i differenziali di CDS e le quotazioni dei prestiti nel mercato secondario).

Nel complesso, questi sviluppi hanno trasformato il sistema finanziario, rendendolo più orientato al mercato, e hanno anche offuscato sempre più la tradizionale distinzione tra un sistema basato sul settore bancario e uno basato sul mercato [17]. Pur avendo accresciuto la rilevanza dei prezzi di mercato nell'intermediazione finanziaria, essi hanno anche consentito una più ampia dispersione dei rischi nel sistema. Alla luce in parte di questa evoluzione, gli ultimi decenni hanno visto una relativa flessione dell'importanza del modello tradizionale di intermediazione finanziaria secondo cui le banche raccolgono finanziamenti prevalentemente attraverso i depositi e usano questi capitali per concedere prestiti che detengono fino a scadenza. Questo modello nel tempo è stato integrato da un altro, in cui le banche si affidano sempre più a finanziamenti reperiti sul mercato e rimuovono dal bilancio una parte importante del proprio rischio di credito. In altre parole, alcuni segmenti del settore bancario si sono spostati dal modello tradizionale di *originate-and-hold* verso uno di *originate-and-distribute*. Una semplice illustrazione della natura in via di evoluzione dell'attività bancaria è il crescente "fabbisogno finanziario" (ovvero la differenza tra i depositi e i prestiti del settore privato non finanziario) delle IFM dell'area dell'euro, che suggerisce che le banche tendono a contare di più sul debito contratto sul mercato e le cartolarizzazioni [18] rispetto al finanziamento tramite i depositi. Tuttavia, ad eccezione di quelle più grandi, la maggior parte delle banche dell'area dell'euro non hanno adottato il modello di attività bancaria di *originate-and-distribute* e basano ancora le proprie operazioni sul modello tradizionale di *originate-and-hold* [19].

IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA DEL MUTATO PANORAMA FINANZIARIO

Supponendo che l'evoluzione dell'innovazione finanziaria abbia cambiato la natura di almeno una parte del sistema bancario, il processo potrebbe anche aver alterato in maniera considerevole il ruolo delle banche nella trasmissione della politica monetaria.

Riguardo al canale dei tassi di interesse, si può prevedere che il grado crescente di definizione del prezzo dei prestiti bancari in base al mercato abbia reso i tassi di interesse bancari più sensibili alle variazioni dei tassi di politica monetaria attraverso l'effetto di questi ultimi sui tassi di mercato. In effetti, l'evidenza negli Stati Uniti suggerisce che l'aumento delle attività di cartolarizzazione ha accelerato la reattività dei tassi sui mutui ipotecari alle variazioni dei tassi di politica monetaria [20]. Evidenze più recenti per l'area dell'euro indicano anche una trasmissione

16) Cfr. per esempio *Corporate finance in the euro area – structural issues report*, BCE, maggio 2007.
17) Cfr. anche Trichet, J.-C., "Some reflections on the development of credit derivatives", intervento principale alla 22ª assemblea generale annuale della International Swaps and Derivatives Association (ISDA), Boston, 18 aprile 2007.
18) Secondo le statistiche sui bilanci delle IFM, il fabbisogno finanziario delle IFM dell'area dell'euro è aumentato da un valore pressoché nullo nel 1997 a oltre 1.300 miliardi di euro (ovvero al 5 per cento delle attività totali) nel primo trimestre del 2008. Inoltre, questo dato potrebbe anche essere superiore a seconda della misura in cui i prestiti cartolarizzati sono rimossi dai bilanci delle banche.
19) Cfr. anche il riquadro 2.2 "Medium-term challenges for the different banking models" in *Financial Stability Report*, Banco de España, aprile 2008.
20) Cfr. Estrella, A., "Securitization and the efficacy of monetary policy", *Economic Policy Review*, volume 8, n. 1, Federal Reserve Bank of New York, maggio 2002, pp. 243-255.

più marcata e veloce dalle variazioni dei tassi di politica monetaria ai tassi di interesse bancari per le banche che sono più attive nei mercati delle cartolarizzazioni e dei derivati [21].

Si può fare anche una serie di osservazioni in merito al canale del credito. Innanzitutto, la cartolarizzazione *pro soluto*, in cui le attività sottostanti sono rimosse dal bilancio delle banche di origine, ha fornito alle banche una fonte aggiuntiva di finanziamento. Ciò ha probabilmente ridotto la sensibilità dell'offerta di prestiti da parte delle banche alle variazioni dei tassi di politica monetaria e, *ceteris paribus*, ha indebolito il canale dell'attività di prestito bancario.

In secondo luogo, rimuovendo il rischio di credito dal bilancio, la cartolarizzazione può aiutare le banche a rendere disponibile parte del patrimonio di vigilanza, il che a sua volta può liberare fondi per un'offerta aggiuntiva di prestiti nonché ridurre la possibilità di vincoli di bilancio a fronte di variazioni della politica monetaria. Questo è stato un problema nello schema di regolamentazione sull'adeguatezza patrimoniale di Basilea 1, in quanto la cartolarizzazione era spesso percepita come uno strumento per le banche di sfruttare l'arbitraggio a livello di requisiti patrimoniali obbligatori rimuovendo dai bilanci le attività di migliore qualità e mantenendo i prestiti più rischiosi (dal momento che i requisiti patrimoniali facevano distinzione solo in misura limitata fra le varie tipologie di rischio di credito). Il nuovo schema di regolamentazione di Basilea 2 intende, fra l'altro, correggere gli incentivi a tale arbitraggio normativo allineando i requisiti patrimoniali obbligatori in modo più consono al rischio economico effettivo [22]. Nel contempo, si è anche argomentato che questo schema di regolamentazione più sensibile al rischio amplifica la natura prociclica dell'attività di prestito delle banche e quindi può comportare in certi periodi una riduzione dell'offerta di prestiti [23].

In terzo luogo, occorre valutare l'impiego dei prodotti di credito strutturato nel contesto dei progressi compiuti nei sistemi di gestione del rischio delle banche. In particolare, la combinazione di nuove tecniche di modellizzazione del rischio di credito e dei derivati creditizi ha consentito una migliore ripartizione e dispersione del rischio a livello di portafoglio, circostanza che a sua volta può aver rafforzato le capacità delle banche di ampliare i propri bilanci. Nel complesso, è probabile che l'affermarsi della cartolarizzazione e dei derivati creditizi abbia indotto un cambiamento della dinamica dei prestiti bancari in circostanze normali, portando forse a una reazione più contenuta dell'offerta di prestiti bancari alle variazioni di politica monetaria [24]. Il riquadro 2 riporta l'evidenza empirica sul ruolo della cartolarizzazione e dell'assunzione di rischio da parte delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Pertanto, estendendo l'ampiezza dei mercati del credito, i progressi osservati negli strumenti di trasferimento del rischio di credito hanno probabilmente ridotto l'efficacia del canale dei prestiti bancari in condizioni normali, pur rendendola potenzialmente più marcata qualora i mercati della cartolarizzazione dovessero segnare una battuta d'arresto.

Inoltre, l'introduzione dei prodotti di credito strutturato ha fornito ai mercati una serie di nuo-

21) Cfr. Gropp, R., C. Kok Sørensen e J. Lichtenberger (2007), *The dynamics of bank spreads and financial structure*, Working Paper della BCE, n. 714.

22) Al momento non è sicuro quale sarà l'effetto netto dell'introduzione dei requisiti patrimoniali sulla base di Basilea 2 sulle attività di cartolarizzazione. Pertanto, secondo il più recente studio di impatto quantitativo della BRI (QIS5), i requisiti patrimoniali correlati alle attività cartolarizzate delle banche possono sia aumentare sia diminuire a seconda del tipo di banca e di approccio applicato ("metodo standard" o "metodo basato su *rating* interni", ossia *internal ratings-based*, IRB); cfr. *Results of the fifth quantitative impact study (QIS5)*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, 16 giugno 2006.

23) La Commissione europea, in considerazione anche del contributo della BCE, terrà sotto costante osservazione la misura in cui i nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale producono effetti prociclici sul ciclo economico, cfr. l'articolo 156 della Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006 relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione). Cfr. anche le recenti iniziative del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (cfr. nota 31).

24) Per un'evidenza empirica, cfr. per esempio Estrella (2002; cfr. nota 20); Loutskina, E. e P. E. Strahan, *Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: evidence from mortgage acceptance rates*, Working Paper dell'NBER, n. 11983; Hirtle, B.,*Credit derivatives and bank credit supply*, Staff Report della Federal Reserve Bank of New York, n. 276, febbraio 2007; nonché Altunbas, Y., L. Gambacorta e D. Marqués (2007), *Securitisation and the bank lending channel*, Working Paper della BCE, n. 838.

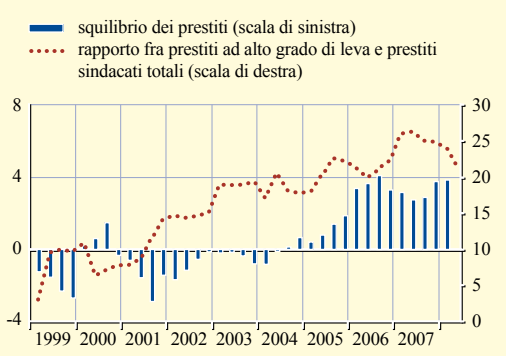
vi strumenti per valutare il merito di credito dei prenditori. Questo aumento di informazioni nei mercati del credito può contribuire a comprimere il premio complessivo per il finanziamento esterno e, quindi, a ridurre l'efficacia del canale del credito in senso lato. Contemporaneamente, sia la maggiore liquidità e la determinazione più frequente del prezzo dei prodotti del mercato del credito, grazie agli strumenti di trasferimento del rischio di credito, sia il parallelo procedere verso principi contabili di *fair value* potrebbero aver accentuato la sensibilità del premio per il finanziamento esterno alle variazioni di politica monetaria [25]. A priori, quindi, l'effetto netto dell'innovazione finanziaria sul canale del bilancio è in qualche misura ambiguo.

Rispetto al canale dell'assunzione di rischio per la trasmissione della politica monetaria, l'innovazione finanziaria, parallelamente alle modifiche nello schema di regolamentazione patrimoniale (Basilea 2), potrebbe aver incrementato l'importanza per il comportamento delle banche e degli altri intermediari finanziari della percezione, della determinazione del prezzo e della gestione del rischio [26]. Analogamente, una definizione dei prezzi più basata sul mercato può aver rafforzato le strutture di incentivi determinanti per banche e investitori istituzionali, inducendo potenzialmente decisioni più estreme in relazione all'assunzione di rischio. Queste considerazioni suggeriscono un rafforzamento del canale dell'assunzione di rischio.

Benché al momento vi siano solo scarse ricerche empiriche sull'impatto dell'innovazione finanziaria sul canale dell'assunzione di rischio, alcuni studi recenti forniscono evidenze di un potenziale rafforzamento della trasmissione della politica monetaria attraverso questo canale per effetto del cambiamento del ruolo delle banche. Ad esempio, si è riscontrato che i cambiamenti di politica monetaria influiscono sui differenziali di CDS, come previsto sia dal canale del bilancio sia da quello dell'assunzione di rischio [27]. Un allentamento della politica monetaria dovrebbe far diminuire i differenziali di CDS, il che dovrebbe rendere meno dispendioso per le banche coprire il rischio di credito e, quindi, potrebbe

Figura 3 Rapporto fra prestiti ad alto grado di leva e prestiti sindacati totali, "squilibrio" dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro

(punti percentuali e in percentuale; dati trimestrali)



Fonti: Dealogic Loan Analytics, BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: sono definiti "prestiti ad alto grado di leva" i prestiti a prenditori privi di alto merito di credito e di *rating*. Per "squilibrio dei prestiti" si intende la differenza tra la crescita effettiva dei prestiti e la crescita dei prestiti implicita ricavata da un modello vettoriale standard a correzione di errore per i prestiti alle società non finanziarie.

consentire loro di erogare prestiti più rischiosi (in quanto sarebbero poi in grado di farli uscire dal bilancio più facilmente). Altri due studi osservano un legame positivo tra i prezzi delle attività e l'assunzione di rischio da parte delle banche (in prevalenza banche di investimento) [28]. Ciò deriva dal fatto che le banche tendono a realizzare un rapporto di indebitamento specifico, o una determinata misura di rischio (per esempio il Valore al Rischio). Pertanto, l'evoluzione verso una valutazione dei bilanci maggiormente basata sul mercato comporta una volatilità più elevata delle passività nel senso che le banche tendono ad aumentare il grado di leva quando i prezzi

25) Cfr. anche Zhu, H., "An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market", *Journal of Financial Services Research*, volume 29, n. 3, giugno 2006, pp. 211-235, in cui si dimostra che i premi dei derivati creditizi (ovvero i differenziali di CDS) reagiscono più dei differenziali sulle obbligazioni societarie alle variazioni nell'offerta e nel costo del finanziamento.
26) Cfr. Borio, C. e H. Zhu, (2007; cfr. nota 9).
27) Cfr. Amato, J. D. (2005; cfr. nota 5 del riquadro 1).
28) Cfr. Adrian, T. e H. S. Shin, "Liquidity and leverage", documento presentato alla conferenza della BCE dal titolo *The implications of changes in banking and financing for the monetary policy transmission mechanism*, 29-30 novembre 2007, Francoforte sul Meno; nonché Greenshaw, D., J. Hatzius, A. N. Kashyap e H. S. Shin, "Leveraged losses: lessons from the mortgage market meltdown", documento presentato alla conferenza del Monetary Policy Forum statunitense, febbraio 2008.

delle attività aumentano e a ridurla quando diminuiscono. Questo comportamento può a sua volta indurre effetti amplificati delle variazioni di politica monetaria sull'economia reale.

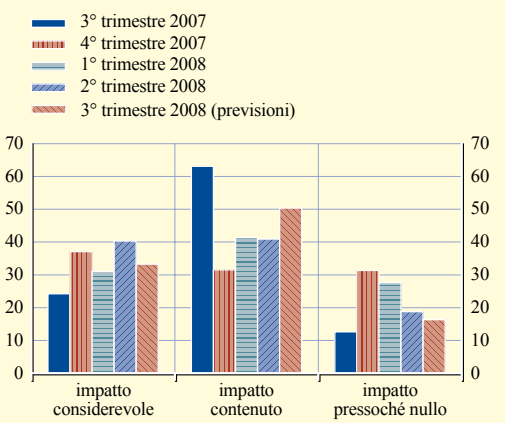
Alla luce di queste considerazioni, la figura 3 presenta alcune evidenze indicative del fatto che, durante il recente periodo di bassi tassi di interesse e vigorosa attività di trasferimento del credito, le banche dell'area dell'euro non hanno solo aumentato la propria attività di prestito alle società non finanziarie oltre a quanto prevedibile sulla base dell'andamento di fattori fondamentali quali gli investimenti fissi, il finanziamento interno e il costo del finanziamento (che tradizionalmente spiegano abbastanza accuratamente la crescita dei prestiti), ma hanno anche mostrato la tendenza ad erogare prestiti più rischiosi, tendenza che è stata invertita solo verso la metà del 2007 con l'emergere delle tensioni nei mercati finanziari.

4 L'IMPATTO DELLE TENSIONI NEL MERCATO DEL CREDITO DALLA METÀ DEL 2007

I risultati empirici relativi all'impatto dei cambiamenti nel panorama finanziario sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria (di cui alla sezione 3) sono stati ricavati prevalentemente per campioni che coprono un periodo di forte espansione delle attività di cartolarizzazione e di strumenti derivati. Pertanto, non si può escludere che tali risultati si applichino esclusivamente in periodi di bassa volatilità dei mercati finanziari, liquidità abbondante e livelli di rischio contenuti. Infatti, i recenti avvenimenti hanno dimostrato che durante i periodi di tensione i mercati delle cartolarizzazioni e dei derivati potrebbero segnare una battuta d'arresto. Le questioni che riguardano le implicazioni dell'introduzione di nuovi strumenti finanziari e il cambiamento in atto nell'attività bancaria hanno di fatto acquisito rilevanza nel corso delle tensioni nei mercati finanziari dalla metà del 2007 [29]. Le ultime indagini sul credito bancario per l'area dell'euro hanno incluso numerose domande mirate sulle attuali tensioni. Per esempio, il 70-80 per cento delle banche (che ricorrono regolarmente alla cartolarizzazione) hanno risposto che le attuali difficoltà nell'accedere al finanziamento attraverso la cartolarizzazione ostacolerebbero la loro attività di prestito in qualche misura oppure in maniera considerevole (cfr. figura 4) [30]. Pertanto, l'effetto al rialzo sull'offerta di credito che deriva dall'aumento delle attività di trasferimento del rischio di credito (compresa la cartolarizzazione) potrebbe essere venuto a mancare, perlomeno temporaneamente.

Figura 4 Impatto sui prestiti bancari delle difficoltà nel raccogliere fondi attraverso la cartolarizzazione

(in percentuale delle banche interpellate totali)



Fonte: indagine sul credito bancario dell'area dell'euro.

Sebbene non sia probabile che il rallentamento dell'attività di cartolarizzazione sia permanente, essa può assumere forme diverse in futuro, forse a seguito di una combinazione dei requisiti normativi e di modifiche nelle pratiche di mercato [31]. In ogni caso, i recenti avvenimenti hanno dimostrato che gli effetti delle innova-

29) Cfr. la sezione *Overview* e i riquadri 5 e 13 nella pubblicazione *Financial Stability Review,* BCE, dicembre 2007, e la sezione *Overview* e l'approfondimento costituito dall'articolo A nella pubblicazione *Financial Stability Review*, BCE, giugno 2008.

30) Inoltre, circa un terzo delle banche hanno risposto che l'attività di prestito potrebbe essere frenata dai costi attualmente in aumento relativi alla loro posizione patrimoniale.

31) Cfr. anche le recenti iniziative adottate dal Financial Stability Forum (*Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience*, 7 aprile 2008), dall'Institute of International Finance (*Interim IIF report on market best practices*, aprile 2008) e dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Principles for sound liquidity risk management and supervision*, giugno 2008).

zioni finanziarie e il ruolo delle banche nella trasmissione della politica monetaria potrebbero essere altamente non lineari. In particolare, la capacità e la propensione delle banche di assumere e trasferire ulteriore rischio di credito dipendono probabilmente in maniera decisiva dal regolare funzionamento dei mercati delle cartolarizzazioni e del credito strutturato. Certamente è essenziale una comprensione più approfondita dell'impatto complessivo di un eventuale forte ridimensionamento dei mercati per il trasferimento del rischio di credito. In generale, è difficile accertare a priori come funzionerebbe il sistema finanziario in tali circostanze. Si dovrebbe forse prevedere un certo grado di reintermediazione, ancorché ciò dipenda in gran parte dalla solidità finanziaria delle banche. Inoltre, le tensioni nei mercati finanziari hanno rimarcato l'importanza crescente nell'intermediazione finanziaria della determinazione dei prezzi basata sul mercato. La pressione sulla redditività e sui bilanci delle banche è prevalentemente riconducibile a variazioni nei prezzi delle attività negoziabili e all'aumento dei costi connessi alle attività di copertura del credito anziché a perdite definitive nel portafoglio prestiti. Ciò riflette anche il fatto che finora l'impatto delle tensioni nei mercati finanziari sul settore privato non finanziario dell'area dell'euro è stato limitato. Infine, i recenti avvenimenti hanno messo in risalto l'importanza di un livello sufficientemente elevato di trasparenza e vigilanza del mercato del credito per assicurare che gli operatori di mercato abbiano fiducia nella qualità dei bilanci delle banche e degli altri intermediari finanziari.

Riquadro 2

L'IMPORTANZA DEL RISCHIO BANCARIO E DELLA CARTOLARIZZAZIONE PER L'ATTIVITÀ DI PRESTITO DELLE BANCHE E LA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

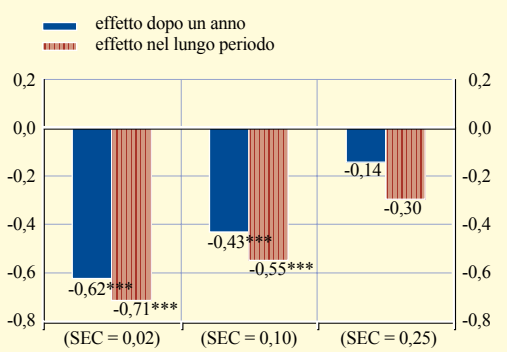
Negli anni immediatamente precedenti alle tensioni nei mercati finanziari iniziate nella seconda metà del 2007 la maggior parte degli indicatori relativi a bilanci e redditività delle banche dell'area dell'euro ha delineato un quadro molto positivo. Il rischio di credito degli enti creditizi (calcolato sugli indicatori ricavati dalle relative situazioni contabili, come l'ammontare degli accantonamenti per perdite su prestiti, oppure sulle misure basate sul mercato, come i tassi attesi di insolvenza o i differenziali di CDS o il debito subordinato) è stato molto basso. Inoltre, durante questo periodo gli utili e le posizioni patrimoniali delle banche si sono collocati su livelli relativamente elevati. Questi andamenti sono stati favoriti da un contesto macroeconomico favorevole e da forti incrementi dei prezzi delle attività. Di conseguenza, le condizioni di finanziamento delle banche sono state molto favorevoli per effetto del basso costo del finanziamento e la vigorosa domanda di depositi e dei loro strumenti di debito negoziabili. A questo riguardo, le banche hanno anche beneficiato di una crescente capacità di cartolarizzare le proprie attività in un contesto di liquidità abbondante e di vivace domanda di prodotti di credito da parte di investitori non bancari in cerca di rendimento, circostanza che ha indotto un'impennata nella cartolarizzazione delle attività denominate in euro fino a metà 2007 (cfr. figura 1). Vi è un accumularsi di riscontri che suggeriscono che questi fattori sono stati in parte la causa di una forte offerta di credito bancario e di un progressivo allentamento dei criteri di accesso al credito. Ciò si è riflesso, ad esempio, nei risultati dell'indagine sul credito bancario e nella vigorosa crescita dei prestiti osservati negli ultimi due o tre anni [1].

1) Cfr. ad esempio Dell'Ariccia, G., D. Igan e L. Laeven, "Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market" oppure Sufi, A. e A. Mian, "The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the 2007 mortgage default crisis", documenti presentati alla conferenza sulla struttura e sulla concorrenza del settore bancario dal titolo *Credit market turmoil: causes, consequences and cures*, Federal Reserve Bank of Chicago, maggio 2008.

È intrinsecamente difficile accertare il possibile impatto della politica monetaria sull'offerta di prestiti e soprattutto distinguere gli effetti dal lato della domanda e dell'offerta [2]. Nella letteratura economica, questo problema di identificazione è stato tradizionalmente risolto utilizzando microdati del settore bancario, dal momento che le caratteristiche delle singole banche dovrebbero riflettere perlopiù effetti dal lato dell'offerta. Sulla base di questa considerazione e utilizzando i dati dei bilanci delle banche, l'attività di cartolarizzazione e gli indicatori basati sul mercato del rischio bancario per circa 3.000 banche dell'area dell'euro nei primi sette anni di UEM, è stata costruita un'equazione sui prestiti mediante una regressione del tasso di incremento dell'attività di prestito delle singole banche sui tassi di espansione del PIL, sulle variazioni dei tassi di interesse e su altre caratteristiche specifiche per paese nonché su numerose caratteristiche specifiche per banca (fra cui le posizioni patrimoniali, il livello di cartolarizzazione e di rischio). In una prospettiva di politica monetaria, questo esercizio econometrico sembra fornire evidenze che negli anni immediatamente precedenti alle turbolenze dei mercati, l'attività di cartolarizzazione ha in parte protetto l'offerta di prestiti delle banche dall'impatto delle variazioni di politica monetaria [3]. La figura A mostra che l'impatto della politica monetaria sull'attività di prestito delle banche che cartolarizzano una parte importante del proprio portafoglio prestiti è statisticamente irrilevante. Per le banche che fanno un minor ricorso alla cartolarizzazione, la politica monetaria sembra effettivamente influire sulle loro decisioni in merito all'erogazione di prestiti.

Figura A Effetto dell'incremento di 1 punto percentuale dei tassi di interesse di riferimento della BCE sulla crescita dei prestiti bancari

(in punti percentuali)



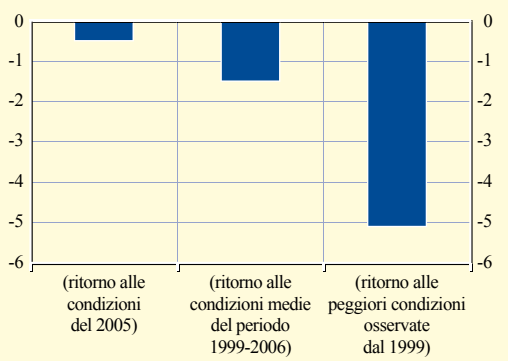
Fonte: Altunbas et al. (2007).
Note: "SEC" indica il grado in cui le banche cartolarizzano le proprie attività. Ad esempio, "SEC = 0,02" fa riferimento alle banche che cartolarizzano fino al 2 per cento delle proprie attività. "***" indica la significatività statistica al livello dell'1 per cento.

A seguito delle tensioni nei mercati del rischio di credito agli inizi dell'estate del 2007 l'emissione delle attività cartolarizzate ha rallentato marcatamente, mentre anche i profili di rischio delle banche sono peggiorati e le relative posizioni patrimoniali si sono trovate sotto pressione. Il meccanismo del canale dei prestiti bancari suggerisce che questi andamenti avrebbero avuto un impatto negativo sull'offerta di prestiti bancari. Alla luce di queste considerazioni, usando il modello descritto in precedenza, sono stati ipotizzati tre diversi scenari di cambiamento del livello di base della crescita dei prestiti bancari determinato da uno shock negativo nella relativa offerta. Si può supporre che le condizioni bancarie favorevoli prima delle tensioni nel mercato del credito (fra cui il rischio bancario, i rapporti fra patrimonio e attività e le operazioni di cartolarizzazione) siano con ogni probabilità peggiorate. Per tale ragione, l'equazione dei prestiti è sottoposta a uno "shock" correggendo le condizioni delle banche (ovvero il rispettivo livello di rischio, l'attività di cartolarizzazione e la posizione patrimoniale) al fine di valutare il possibile effetto sull'offerta di prestiti. I risultati di questi tre scenari (riportati nella figura B) suggeriscono una flessione nella crescita dei prestiti erogati rispetto allo scenario di base.

2) Peek, J. ed E. Rosengren (1995), *Is bank lending important for the transmission of monetary policy: an overview*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series; atti, pp. 1-14.
3) Cfr. Altunbas, Y., L. Gambacorta e D. Marqués-Ibáñez (2007), *Securitisation and the bank lending channel*, Working Paper della BCE, n. 838, e Working Paper della Banca d'Italia, n. 653.

Il primo scenario ipotizza che l'attività di cartolarizzazione, molto vigorosa nella prima metà del 2007, la situazione patrimoniale e il rischio ritornino al livello del 2005, ovvero si presuppone un effetto relativamente contenuto delle tensioni nei mercati del credito. In questo scenario vi è una flessione esogena del volume dei prestiti cartolarizzati del 30 per cento circa. Ciò a sua volta produce una riduzione immediata della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario di circa 0,5 punti percentuali (colonna di sinistra della figura B).

Figura B Effetti stimati sul tasso di crescita dei prestiti totali determinati da uno shock nell'offerta di prestiti



Fonte: Altunbas et al. (2007) ed elaborazioni della BCE.
Nota: per "condizioni" si intende il livello dell'attività di cartolarizzazione, del rischio bancario e della posizione patrimoniale.

Nel secondo scenario, si presume che l'attività di cartolarizzazione, i livelli patrimoniali e il rischio bancario ritornino ai rispettivi livelli medi dall'introduzione dell'euro. Ciò determinerebbe potenzialmente un'ulteriore contrazione dell'offerta di credito con una riduzione della crescita dei prestiti al settore privato di circa 1,5 punti percentuali (colonna centrale della figura B).

Il terzo scenario ipotizza che le condizioni bancarie, misurate dalle tre variabili menzionate, si deteriorino dall'attuale situazione ai livelli annuali peggiori osservati dal 1999. Ciò comporta, per esempio, un crollo dell'attività di cartolarizzazione a un valore nullo e un peggioramento della qualità del credito al livello registrato nel 2002. In questo caso estremo, il tasso di incremento dell'offerta di prestiti ai residenti dell'area dell'euro diminuirebbe di circa 5 punti percentuali (colonna di destra della figura B).

Nell'interpretare questi risultati, occorre tenere in considerazione almeno tre questioni. In primo luogo, il rallentamento dei prestiti è legato solamente al lato dell'offerta dei prestiti. Si tratta, dunque, esclusivamente di un impatto diretto iniziale che si aggiunge agli effetti di altri fattori macroeconomici, come una possibile flessione dell'attività economica, i quali con ogni probabilità inducono in maniera diretta ulteriori variazioni nell'espansione dei prestiti. In secondo luogo, i risultati del modello sono basati su un campione di banche che non è direttamente comparabile con le statistiche ufficiali sui bilanci delle IFM, costruite in maniera diversa e con una copertura più estesa. Infine, non sono compresi nel modello possibili effetti dovuti a non linearità.

5 CONCLUSIONI

Nel presente articolo si è sostenuto che i cambiamenti strutturali nel panorama finanziario degli anni recenti (come le molteplici innovazioni nel mercato del credito, la maggiore sensibilità al rischio degli schemi di contabilità e della regolamentazione nonché l'affermarsi nel mercato del credito di investitori diversi dalle banche), hanno modificato la natura dell'attività bancaria e il ruolo delle banche nel trasmettere la politica monetaria all'economia reale. Alla luce di questa evoluzione, l'attività bancaria potrebbe essere diventata più flessibile ma anche più sensibile al rischio. L'evidenza teorica ed empirica disponibile suggerisce che il canale dei tassi di interesse potrebbe essere in fase di rafforzamento (nel senso di una trasmissione ai

tassi di interesse bancari più rapida). Nel contempo, il canale del credito probabilmente si è in parte indebolito, mentre le determinanti del canale dell'assunzione di rischio sono diventate con ogni probabilità più pronunciate.

Nel complesso, tuttavia, non è facile trarre conclusioni risolutive sulle implicazioni per la politica monetaria dell'andamento dell'innovazione finanziaria e dei cambiamenti del ruolo delle banche. È nondimeno probabile che il meccanismo di trasmissione sia diventato più complesso nel tempo alla luce delle crescenti interconnessioni fra il settore bancario e i mercati finanziari. Le tensioni nei mercati del credito iniziate a metà 2007 evidenziano infatti considerevoli interazioni tra trasmissione della politica monetaria, stabilità finanziaria, vigilanza bancaria nonché sorveglianza e trasparenza dei mercati del credito, e indicano anche importanti asimmetrie del meccanismo di trasmissione nel tempo. A questo riguardo, il fatto che l'intermediazione finanziaria sia più sensibile alle correzioni dei prezzo di mercato rispetto al passato la rende anche più suscettibile a malfunzionamenti improvvisi e crea potenzialmente significativi effetti non lineari nella trasmissione della politica monetaria. Benché la natura più vulnerabile ai malfunzionamenti e prociclica dell'intermediazione finanziaria derivante dall'innovazione finanziaria debba essere fronteggiata con un approccio strutturale (attraverso iniziative di regolamentazione e/o cambiamenti delle pratiche di mercato), i recenti andamenti hanno illustrato l'importanza di tenere sotto stretta osservazione gli indicatori del mercato del credito e richiedono un ulteriore rafforzamento dell'analisi monetaria e del credito da parte delle banche centrali. Analogamente, i recenti avvenimenti sottolineano la necessità di seguire con attenzione e studiare più approfonditamente i collegamenti fra la trasmissione della politica monetaria e i premi al rischio.

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 asta S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro S11
2.3 Statistiche monetarie S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale S26
3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro S30
3.3 Famiglie S32
3.4 Società non finanziarie S33
3.5 Società di assicurazione e fondi pensione S34

4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione S35
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento S36
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro S38
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro S40
4.5 Tassi di interesse 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 serie temporali più dettagliate e più lunghe si rimanda allo *Statistical Datawarehouse* della BCE nella sezione *Statistics* del sito della BCE (*sdw.ecb.europa.eu*).

6 FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo S55
6.2 Debito S56
6.3 Variazione del debito S57
6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali S58
6.5 Debito e variazione del debito trimestrali S59

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti S60
7.2 Conto corrente e conto capitale S65
7.3 Conto finanziario S66
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti S68
7.5 Commercio di beni S70

8 TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi S72
8.2 Tassi di cambio bilaterali S73

9 INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE S74
9.2 Stati Uniti e Giappone S75

LISTA DELLE FIGURE S76

NOTE TECNICHE S77

NOTE GENERALI S83

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2008 PER L'INGRESSO DI CIPRO E MALTA

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html.

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 [1]	M2 [1]	M3 [1] [2]	M3 [1] [2] media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche [1]	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM [1]	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 di fine periodo)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	8,6	8,7	8,4	-	10,9	15,2	3,08	3,91
2007	6,4	9,9	11,1	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2007 3° trim.	6,5	10,3	11,5	-	11,0	19,9	4,49	4,38
4° trim.	5,9	10,7	12,0	-	11,1	19,5	4,72	4,38
2008 1° trim.	3,8	10,3	11,2	-	11,1	20,4	4,48	4,13
2° trim.	2,3	10,0	10,0	-	10,5	.	4,86	4,73
2008 feb.	3,7	10,6	11,3	10,9	11,0	20,2	4,36	4,06
mar.	2,8	9,7	9,9	10,5	10,9	17,1	4,60	4,13
apr.	2,4	10,3	10,3	10,1	10,7	18,4	4,78	4,32
mag.	2,3	10,1	10,0	9,9	10,5	17,0	4,86	4,52
giu.	1,4	9,4	9,5	.	9,8	.	4,94	4,73
lug.	.	.	.	.	.	.	4,96	4,53

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria manifatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	2,2	5,1	2,5	2,8	4,0	83,2	1,6	8,2
2007	2,1	2,8	2,6	2,7	3,4	84,2	1,8	7,4
2007 4° trim.	2,9	4,0	2,9	2,2	3,0	84,0	1,8	7,3
2008 1° trim.	3,4	5,4	3,3	2,1	2,5	83,9	1,6	7,2
2° trim.	3,6	7,1	.	.	.	83,4	.	7,3
2008 feb.	3,3	5,4	-	-	3,1	-	-	7,2
mar.	3,6	5,8	-	-	1,3	-	-	7,2
apr.	3,3	6,2	-	-	4,0	83,8	-	7,2
mag.	3,7	7,1	-	-	-0,5	-	-	7,3
giu.	4,0	8,0	-	-	.	-	-	7,3
lug.	4,1	.	-	-	.	82,9	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 [3] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006	7,9	19,2	-144,7	266,3	325,8	103,6	104,5	1,2556
2007	40,5	55,6	-117,3	235,7	347,4	107,7	108,3	1,3705
2007 3° trim.	15,2	17,1	-40,9	65,1	340,5	107,6	108,2	1,3738
4° trim.	16,7	9,7	-4,3	-62,3	347,4	110,5	111,2	1,4486
2008 1° trim.	-9,6	-2,9	-104,8	73,4	356,3	112,7	113,1	1,4976
2° trim.	.	.	.	.	354,5	115,7	115,7	1,5622
2008 feb.	9,8	4,7	-22,4	14,7	375,4	111,8	111,9	1,4748
mar.	-3,8	1,4	-30,5	5,7	356,3	114,6	115,0	1,5527
apr.	-6,8	4,2	-22,4	-3,7	348,7	116,0	116,1	1,5751
mag.	-19,6	-4,4	-10,4	23,0	349,2	115,5	115,6	1,5557
giu.	.	.	.	.	354,5	115,4	115,5	1,5553
lug.	.	.	.	.	.	115,8	115,8	1,5770

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) Le variazioni sul periodo corrispondente di dati mensili sono calcolate con riferimento ai dati di fine mese, mentre quelle di dati trimestrali e annuali sono calcolate con riferimento alla variazione sui dodici mesi della media della serie nel periodo. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

2) 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.

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

4) Per la 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 luglio 2008	18 luglio 2008	25 luglio 2008	1 agosto 2008
Oro e crediti in oro	208.993	208.946	208.368	208.342
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	136.001	131.763	135.536	136.858
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	55.761	56.635	54.928	54.698
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	15.160	16.660	15.160	16.401
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	475.160	455.051	475.519	466.022
Operazioni di rifinanziamento principali	175.001	154.998	175.500	165.999
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	299.997	300.016	300.016	300.018
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	157	0	1	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	5	37	2	5
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	32.144	33.919	34.955	35.232
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	112.872	110.234	112.034	111.658
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	37.461	37.456	37.456	37.456
Altre attività	378.625	376.684	376.943	377.895
Attività totali	1.452.177	1.427.348	1.450.899	1.444.562

2. Passività

	11 luglio 2008	18 luglio 2008	25 luglio 2008	1 agosto 2008
Banconote in circolazione	685.613	685.062	683.850	688.625
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	236.172	215.748	208.670	214.824
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	236.075	215.628	208.556	214.732
Depositi overnight	62	76	74	87
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	35	44	40	5
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	229	227	254	227
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	59.642	56.801	87.785	66.414
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	76.702	78.271	77.986	78.868
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	2.451	1.839	2.909	2.093
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	18.224	15.960	16.335	18.325
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.120	5.120	5.120	5.120
Altre passività	143.992	144.286	143.956	146.032
Rivalutazioni	152.364	152.364	152.364	152.364
Capitale e riserve	71.668	71.670	71.670	71.670
Passività totali	1.452.177	1.427.348	1.450.899	1.444.562

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

Fonte: BCE.

1) 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 ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).

2) 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.

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.

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta [1), 2)]

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine [3)]

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
	Operazioni di rifinanziamento principali						
2008 9 apr.	247.590	295	130.000	4,00	4,23	4,24	7
16	249.682	310	204.500	4,00	4,21	4,26	7
23	218.419	302	173.000	4,00	4,21	4,25	7
30	247.451	316	170.000	4,00	4,26	4,29	7
7 mag.	229.288	304	150.000	4,00	4,26	4,29	7
14	208.523	287	191.500	4,00	4,18	4,26	7
21	203.091	326	176.500	4,00	4,15	4,22	7
28	224.080	330	170.000	4,00	4,19	4,23	7
4 giu.	210.100	336	153.000	4,00	4,17	4,22	7
11	202.780	343	191.000	4,00	4,03	4,18	7
18	224.290	425	188.000	4,00	4,03	4,13	7
25	243.286	439	208.000	4,00	4,07	4,25	7
2 lug.	254.664	433	154.500	4,00	4,10	4,15	7
9	263.642	400	175.000	4,25	4,32	4,37	7
16	265.931	440	155.000	4,25	4,34	4,36	7
23	268.193	461	175.500	4,25	4,35	4,38	7
30	247.409	430	166.000	4,25	4,38	4,42	7
6 ago.	241.886	424	160.000	4,25	4,38	4,41	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2008 31 gen.	98.183	151	50.000	-	4,21	4,33	92
21 feb.	110.490	105	60.000	-	4,15	4,26	91
28	109.612	165	50.000	-	4,16	4,23	91
13 mar.	132.591	139	60.000	-	4,25	4,40	91
27	131.334	190	50.000	-	4,44	4,53	91
3 apr.	103.109	177	25.000	-	4,55	4,61	189
2 mag.	101.175	177	50.000	-	4,67	4,75	90
22	86.628	138	50.000	-	4,50	4,68	84
29	97.744	171	50.000	-	4,51	4,62	91
12 giu.	99.781	128	50.000	-	4,60	4,72	91
26	89.836	174	50.000	-	4,50	4,67	91
10 lug.	74.579	141	25.000	-	4,93	5,03	182
31	107.684	189	50.000	-	4,70	4,76	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 20 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	165.815	58	150.000	4,00	-	-	-	1
21	Raccolta di depositi a tempo determinato	141.565	55	141.565	4,00	-	-	-	6
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	145.640	49	145.640	4,00	-	-	-	1
28	Raccolta di depositi a tempo determinato	160.450	52	150.000	4,00	-	-	-	3
2008 2 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	168.640	54	168.640	4,00	-	-	-	1
3	Raccolta di depositi a tempo determinato	212.620	69	200.000	4,00	-	-	-	1
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	45.712	28	20.000	4,00	-	-	-	1
12 feb.	Raccolta di depositi a tempo determinato	29.155	22	16.000	4,00	-	-	-	1
11 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	45.085	32	9.000	-	4,00	4,13	4,14	1
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	65.810	44	15.000	-	4,00	4,13	4,20	5
31	Operazione temporanea	30.720	25	15.000	-	4,00	4,06	4,13	1
15 apr.	Operazione temporanea	14.880	7	14.880	4,00	-	-	-	1
13 mag.	Operazione temporanea	32.465	29	23.500	4,00	-	-	-	1
10 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	18.505	15	14.000	4,00	-	-	-	1
8 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.585	12	14.585	4,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.

2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.

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

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

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo [1]	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2006	15.648,3	8.411,7	601,9	1.968,4	1.180,3	3.486,1
2007	17.394,7	9.438,8	815,0	2.143,1	1.364,0	3.633,9
feb.	17.734,6	9.572,0	844,7	2.132,7	1.533,9	3.651,2
mar.	17.703,3	9.551,7	840,2	2.126,0	1.558,4	3.627,1
apr.	17.956,0	9.762,0	856,2	2.135,6	1.562,3	3.640,0
mag.	18.093,1	9.817,9	910,6	2.156,1	1.548,9	3.659,6

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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 1° trim	204,6	205,3	0,7	0,0	4,10
2008 13 mag.	207,8	208,6	0,8	0,0	4,24
10 giu.	207,3	208,1	0,8	0,0	4,17
8 lug.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,06
12 ago.	214,1	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
		Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema										
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità [2]	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 12 feb.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 mar.	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 apr.	349,1	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	661,7	70,2	-128,6	207,5	869,9
13 mag.	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,9	-112,3	208,6	876,5
10 giu.	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 lug.	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) A partire dal 1° gennaio 2008, include le operazioni di politica monetaria condotte mediante raccolta di depositi a scadenza fissa dalla Central Bank of Malta e dalla Banca Centrale di Cipro prima del 1° gennaio 2008 e ancora in essere successivamente a tale data.

2 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													
2005	1.404,9	635,5	20,7	0,6	614,2	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	14,7	217,2
2006	1.558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007 3° trim.	1.707,3	753,5	17,8	0,6	735,1	259,5	219,3	2,2	38,0	-	17,7	368,8	15,6	292,3
4° trim.	2.046,1	1.031,7	17,8	0,6	1.013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 gen.	1.934,3	886,8	19,4	0,7	866,7	273,5	230,2	2,0	41,3	-	16,3	401,3	15,4	341,1
feb.	1.957,8	902,9	19,4	0,7	882,8	279,1	236,2	2,2	40,7	-	16,5	400,6	15,3	343,3
mar.	2.017,8	965,9	19,4	0,7	945,9	278,5	235,9	2,3	40,3	-	16,2	383,3	15,2	358,6
apr.	2.012,4	951,4	18,8	0,7	931,9	278,9	235,1	2,5	41,3	-	16,6	375,3	16,0	374,3
mag.	2.009,4	934,9	18,8	0,7	915,4	280,0	236,3	2,4	41,3	-	16,5	376,6	16,0	385,4
giu. [p]	2.097,9	1.010,6	18,5	0,7	991,5	277,5	234,7	2,4	40,4	-	15,7	380,8	15,9	397,3
	IFM escluso l'Eurosistema													
2005	23.631,5	13.681,7	826,9	8.285,1	4.569,7	3.498,6	1.429,4	551,5	1.517,7	83,1	1.008,7	3.652,8	165,7	1.540,9
2006	25.950,2	14.904,3	810,5	9.160,3	4.933,5	3.555,4	1.276,5	645,9	1.632,9	83,5	1.171,4	4.329,0	172,6	1.733,9
2007 3° trim.	28.438,9	16.175,3	794,0	9.948,1	5.433,3	3.748,3	1.214,4	806,3	1.727,6	95,9	1.226,1	4.875,1	203,1	2.115,0
4° trim.	29.447,4	16.905,0	956,1	10.159,9	5.789,0	3.880,8	1.194,1	949,7	1.737,0	93,5	1.296,6	4.872,5	206,0	2.193,0
2008 gen.	30.046,7	17.124,1	961,0	10.299,7	5.863,3	3.973,5	1.220,8	961,9	1.790,8	98,1	1.315,6	5.088,5	205,7	2.241,2
feb.	30.219,2	17.164,9	951,4	10.354,5	5.859,0	4.023,7	1.217,4	985,2	1.821,1	102,7	1.303,2	5.129,2	200,6	2.295,0
mar.	30.229,4	17.249,6	958,0	10.454,6	5.837,0	4.037,1	1.215,7	1.005,9	1.815,4	100,5	1.312,8	4.973,8	198,4	2.357,2
apr.	30.533,5	17.437,6	971,0	10.531,4	5.935,2	4.098,0	1.224,2	1.033,9	1.840,0	99,8	1.372,4	5.074,9	199,1	2.251,7
mag.	30.897,6	17.618,3	963,3	10.597,6	6.057,4	4.172,5	1.227,4	1.056,0	1.889,1	98,7	1.384,2	5.060,0	199,7	2.364,1
giu. [p]	30.734,0	17.629,0	976,9	10.658,9	5.993,1	4.181,0	1.217,2	1.075,0	1.888,8	98,3	1.308,2	4.894,6	200,7	2.422,3

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										
2005	1.404,9	582,7	385,4	24,4	14,5	346,5	-	0,1	202,9	27,6	206,2
2006	1.558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007 3° trim.	1.707,3	657,2	510,7	51,7	19,1	439,9	-	0,1	222,6	48,3	268,4
4° trim.	2.046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 gen.	1.934,3	671,3	626,6	54,6	21,0	551,1	-	0,1	254,5	72,9	308,9
feb.	1.957,8	674,4	653,9	53,7	23,1	577,0	-	0,1	259,3	58,2	311,9
mar.	2.017,8	681,9	703,2	60,4	20,8	622,0	-	0,1	246,5	70,3	315,9
apr.	2.012,4	690,5	682,9	66,9	23,1	592,9	-	0,1	237,9	81,4	319,7
mag.	2.009,4	692,8	656,3	44,4	25,0	586,9	-	0,1	239,1	95,6	325,5
giu. [p]	2.097,9	699,7	733,2	55,2	24,6	653,3	-	0,1	240,0	98,7	326,2
	IFM escluso l'Eurosistema										
2005	23.631,5	-	12.212,2	149,2	7.211,9	4.851,2	698,9	3.858,3	1.310,6	3.518,0	2.033,5
2006	25.950,2	-	13.257,2	124,2	7.890,6	5.242,4	698,3	4.247,6	1.449,7	3.991,1	2.306,2
2007 3° trim.	28.438,9	-	14.255,0	144,3	8.410,0	5.700,7	778,4	4.577,1	1.589,4	4.527,5	2.711,6
4° trim.	29.447,4	-	15.082,4	127,1	8.865,9	6.089,4	754,1	4.645,2	1.678,8	4.533,2	2.753,6
2008 gen.	30.046,7	-	15.188,9	114,3	8.926,4	6.148,2	835,5	4.686,7	1.699,4	4.794,2	2.841,9
feb.	30.219,2	-	15.219,0	135,4	8.942,3	6.141,3	852,8	4.686,7	1.702,8	4.869,0	2.889,0
mar.	30.229,4	-	15.299,2	139,6	9.010,7	6.148,9	843,0	4.683,2	1.713,7	4.764,1	2.926,3
apr.	30.533,5	-	15.480,3	130,8	9.100,4	6.249,1	852,1	4.710,9	1.721,8	4.929,3	2.839,0
mag.	30.897,6	-	15.653,5	129,7	9.171,8	6.352,1	854,8	4.792,4	1.727,8	4.968,4	2.900,7
giu. [p]	30.734,0	-	15.650,9	155,9	9.213,8	6.281,2	831,0	4.805,1	1.727,8	4.791,2	2.928,0

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 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										
2005	17.870,7	9.133,3	847,5	8.285,7	2.148,5	1.595,0	553,6	710,5	3.989,7	180,4	1.708,2
2006	19.723,8	9.991,1	830,2	9.161,0	2.112,4	1.464,0	648,4	811,2	4.680,4	187,3	1.941,4
2007 3° trim.	21.652,2	10.760,4	811,8	9.948,7	2.242,2	1.433,7	808,5	826,4	5.243,9	218,7	2.360,5
4° trim.	22.331,4	11.134,4	973,9	10.160,5	2.370,9	1.419,2	951,7	884,7	5.246,2	221,1	2.474,1
2008 gen.	22.834,4	11.280,8	980,5	10.300,4	2.414,9	1.451,0	963,9	893,7	5.489,7	221,1	2.534,2
feb.	22.977,8	11.326,0	970,8	10.355,1	2.441,0	1.453,6	987,4	872,5	5.529,8	216,0	2.592,6
mar.	23.001,3	11.432,7	977,4	10.455,3	2.459,8	1.451,6	1.008,2	871,2	5.357,1	213,6	2.666,8
apr.	23.185,8	11.521,9	989,8	10.532,1	2.495,7	1.459,3	1.036,3	926,2	5.450,1	215,1	2.576,9
mag.	23.375,8	11.580,3	982,1	10.598,2	2.522,0	1.463,6	1.058,4	918,7	5.436,6	215,7	2.702,4
giu. [p]	23.309,4	11.655,0	995,4	10.659,6	2.529,4	1.452,0	1.077,4	860,9	5.275,5	216,6	2.772,1
	Transazioni										
2006	1.997,5	877,3	-14,4	891,6	10,7	-96,8	107,5	97,7	801,9	6,4	203,5
2007	2.593,4	1.016,6	-9,7	1.026,3	229,5	-46,8	276,3	59,8	792,1	-0,5	496,0
2007 1° trim.	763,6	262,4	0,7	261,7	82,1	24,0	58,1	-7,9	259,8	-8,7	175,9
2° trim. [p]	342,7	233,3	17,9	215,4	84,8	13,2	71,6	-2,9	-73,8	3,0	98,3
2008 gen.	409,6	93,8	3,6	90,3	23,4	14,6	8,8	10,5	236,2	-1,3	47,0
feb.	194,1	50,7	-9,6	60,2	27,4	2,8	24,6	-19,8	85,4	-5,1	55,5
mar.	160,0	117,9	6,7	111,2	31,2	6,6	24,6	1,4	-61,8	-2,3	73,5
apr.	175,6	93,0	12,2	80,8	39,5	11,3	28,3	52,9	79,9	1,5	-91,2
mag.	187,5	60,5	-7,7	68,2	29,6	8,3	21,3	-6,9	-20,0	0,6	123,8
giu. [p]	-20,5	79,8	13,3	66,5	15,7	-6,4	22,0	-48,8	-133,8	0,9	65,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2]	Obbligazioni [3]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2005	17.870,7	532,8	173,6	7.226,4	615,8	2.322,6	1.200,6	3.545,6	2.239,7	13,7
2006	19.723,8	592,2	158,0	7.906,5	614,7	2.587,8	1.280,8	4.026,5	2.541,8	15,6
2007 3° trim.	21.652,2	610,4	196,0	8.429,2	682,5	2.811,5	1.394,7	4.575,7	2.979,9	-27,9
4° trim.	22.331,4	638,5	151,0	8.885,0	660,6	2.866,8	1.487,5	4.599,2	3.083,9	-41,1
2008 gen.	22.834,4	623,1	168,9	8.947,4	737,4	2.854,8	1.515,7	4.867,1	3.150,8	-30,8
feb.	22.977,8	628,7	189,2	8.965,5	750,1	2.825,0	1.514,8	4.927,3	3.200,9	-23,6
mar.	23.001,3	632,9	200,0	9.031,5	742,4	2.827,6	1.502,5	4.834,3	3.242,1	-12,0
apr.	23.185,8	641,3	197,7	9.123,5	752,3	2.829,8	1.496,9	5.010,6	3.158,7	-25,1
mag.	23.375,8	645,7	174,1	9.196,8	756,1	2.862,1	1.484,9	5.064,0	3.226,2	-33,9
giu. [p]	23.309,4	652,1	211,1	9.238,4	732,7	2.876,0	1.504,9	4.889,9	3.254,3	-50,1
	Transazioni									
2006	1.997,5	59,4	-15,2	683,7	27,6	285,5	57,4	601,6	252,2	45,3
2007	2.593,4	45,8	-13,3	835,0	54,7	270,2	162,0	778,8	468,2	-8,1
2008 1° trim.	763,6	-6,7	46,6	116,9	53,3	-12,5	22,0	345,0	137,2	61,7
2° trim. [p]	342,7	19,2	10,8	205,6	-9,3	52,1	19,7	56,1	22,3	-33,9
2008 gen.	409,6	-16,4	15,3	16,3	43,8	3,2	11,9	254,7	63,2	17,5
feb.	194,1	5,6	20,3	25,0	11,9	-21,1	2,3	99,3	36,4	14,3
mar.	160,0	4,2	11,0	75,5	-2,4	5,3	7,9	-9,0	37,5	30,0
apr.	175,6	8,5	-2,3	88,7	10,4	0,6	3,8	155,3	-74,3	-15,1
mag.	187,5	4,4	-24,0	71,3	3,9	31,8	-8,9	50,1	66,0	-7,0
giu. [p]	-20,5	6,4	37,1	45,6	-23,7	19,8	24,7	-149,2	30,6	-11,7

Fonte: BCE.

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie [1]

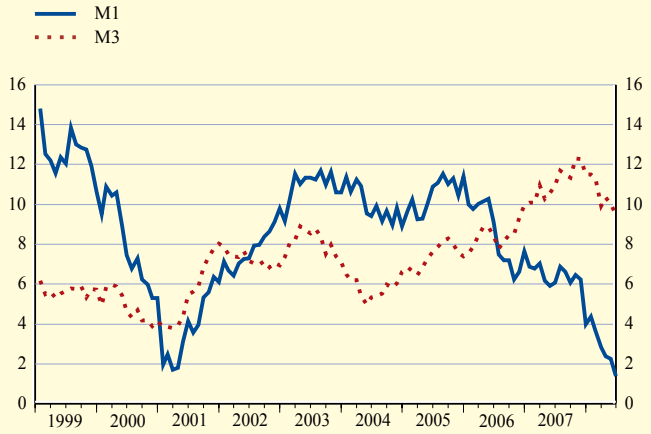
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [2] e loro contropartite

	M3					M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero [3]
			M2	M3-M2						Prestiti	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2005	3.423,3	2.653,2	6.076,5	998,1	7.074,6	-	5.000,6	2.473,0	9.564,3	8.289,3	424,3
2006	3.686,1	2.953,0	6.639,1	1.101,7	7.740,8	-	5.434,1	2.321,3	10.644,4	9.171,5	634,3
2007 3° trim.	3.819,3	3.314,8	7.134,1	1.264,2	8.398,3	-	5.795,8	2.258,5	11.608,0	9.948,6	662,7
4° trim.	3.835,4	3.504,0	7.339,4	1.310,7	8.650,1	-	5.977,7	2.417,2	12.027,6	10.176,5	626,7
2008 gen.	3.857,3	3.575,8	7.433,1	1.349,4	8.782,5	-	6.038,2	2.431,9	12.174,4	10.304,3	620,2
feb.	3.853,5	3.630,6	7.484,1	1.344,4	8.828,5	-	6.012,4	2.424,7	12.249,3	10.372,5	599,2
mar.	3.853,1	3.666,1	7.519,2	1.337,9	8.857,1	-	5.972,2	2.420,6	12.336,2	10.458,7	540,8
apr.	3.839,1	3.767,9	7.607,0	1.336,2	8.943,3	-	6.001,9	2.434,6	12.425,1	10.522,4	472,6
mag.	3.856,2	3.793,1	7.649,3	1.346,0	8.995,3	-	6.011,4	2.434,6	12.520,7	10.596,3	412,1
giu. [p]	3.837,8	3.828,6	7.666,5	1.355,6	9.022,1	-	6.026,2	2.431,3	12.558,1	10.630,5	376,9
	Transazioni										
2006	261,2	309,8	571,0	131,0	702,0	-	427,7	-114,7	1.105,8	898,6	200,6
2007	147,4	523,4	670,8	220,3	891,1	-	488,5	-60,1	1.369,3	1.031,6	12,6
2008 1° trim.	12,2	137,1	149,3	0,1	149,4	-	26,5	-7,9	282,7	249,2	-47,0
2° trim. [p]	-16,4	163,5	147,0	20,4	167,4	-	71,7	23,4	242,8	182,8	-156,6
2008 gen.	9,7	40,9	50,6	16,7	67,3	-	44,5	-5,5	95,2	78,2	-0,7
feb.	-0,1	56,6	56,5	-5,4	51,0	-	-12,7	-6,9	82,9	73,7	-14,7
mar.	2,6	39,6	42,2	-11,1	31,1	-	-5,3	4,5	104,6	97,3	-31,6
apr.	-14,7	101,0	86,3	-1,1	85,2	-	35,7	17,4	91,0	67,6	-60,2
mag.	15,4	25,0	40,4	9,1	49,6	-	12,9	4,0	97,2	75,9	-63,7
giu. [p]	-17,2	37,5	20,2	12,3	32,6	-	23,2	2,0	54,5	39,3	-32,6
	Variazioni percentuali										
2005 dic.	11,4	5,4	8,5	0,9	7,4	7,5	8,9	4,1	9,6	9,3	-0,4
2006 dic.	7,6	11,7	9,4	13,3	10,0	9,8	8,5	-4,7	11,6	10,8	200,6
2007 set.	6,1	15,4	10,2	18,1	11,3	11,7	9,0	-4,4	11,6	11,0	198,4
dic.	4,0	17,7	10,1	20,0	11,5	11,8	8,9	-2,6	12,8	11,2	12,6
2008 gen.	4,4	17,8	10,4	18,2	11,5	11,4	9,0	-2,5	12,8	11,1	18,5
feb.	3,7	19,2	10,6	15,4	11,3	10,9	7,8	-2,8	12,7	11,0	-33,4
mar.	2,8	18,1	9,7	11,0	9,9	10,5	6,4	-1,9	12,3	10,9	-159,8
apr.	2,4	19,8	10,3	10,5	10,3	10,1	6,3	-0,3	12,1	10,7	-190,5
mag.	2,3	19,4	10,1	9,7	10,0	9,9	6,3	-1,9	11,9	10,5	-249,3
giu. [p]	1,4	19,0	9,4	9,7	9,5	.	5,7	-0,9	11,1	9,8	-291,6

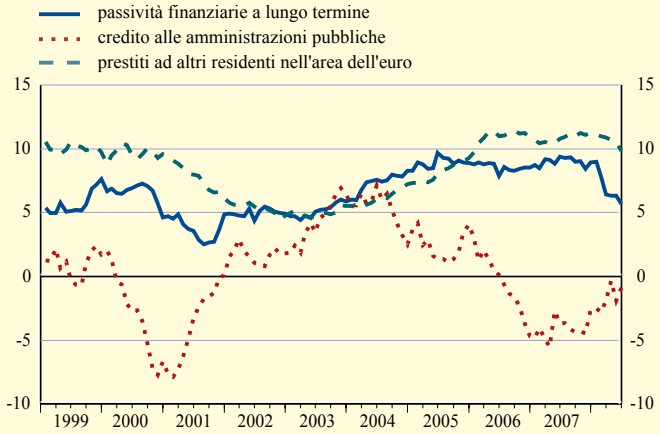
F1 Aggregati monetari [1]

(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.

2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali (per 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.

2.3 Statistiche monetarie [1)]

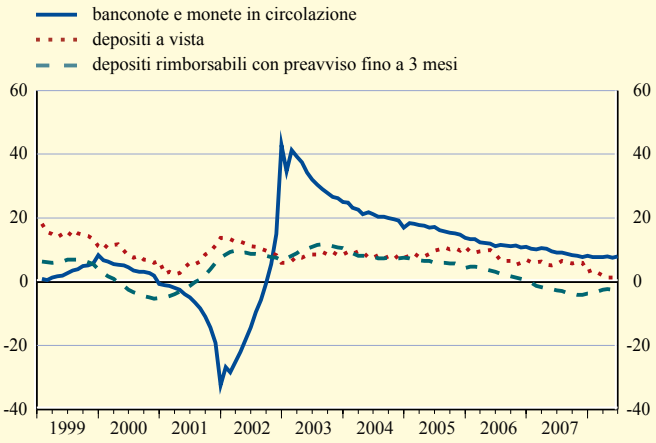
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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										
2005	521,1	2.902,2	1.109,6	1.543,7	236,0	635,9	126,2	2.205,0	86,8	1.511,3	1.197,5
2006	578,4	3.107,7	1.401,0	1.552,0	266,1	637,0	198,6	2.399,6	102,2	1.655,0	1.277,3
2007 3° trim.	611,6	3.207,7	1.807,8	1.507,0	295,3	687,2	281,7	2.526,5	112,9	1.766,9	1.389,4
4° trim.	625,8	3.209,6	1.968,7	1.535,3	307,4	686,8	316,5	2.561,0	119,6	1.813,5	1.483,6
2008 gen.	629,5	3.227,8	2.038,8	1.537,0	306,4	745,2	297,8	2.579,8	122,9	1.819,0	1.516,5
feb.	634,2	3.219,3	2.093,9	1.536,6	313,4	754,8	276,3	2.559,1	121,3	1.816,0	1.516,0
mar.	638,0	3.215,0	2.124,6	1.541,5	308,7	746,8	282,3	2.545,9	119,4	1.813,7	1.493,1
apr.	644,8	3.194,4	2.224,8	1.543,1	323,7	744,0	268,5	2.561,8	118,7	1.817,9	1.503,4
mag.	643,7	3.212,5	2.256,5	1.536,6	316,8	739,7	289,4	2.566,7	117,6	1.829,7	1.497,4
giu. [p]	649,7	3.188,1	2.292,0	1.536,7	341,8	727,8	286,0	2.574,0	117,0	1.833,0	1.502,2
	Transazioni										
2006	57,3	203,9	300,5	9,3	30,9	30,0	70,1	217,2	15,4	138,1	57,0
2007	46,9	100,4	579,4	-55,9	43,3	58,8	118,2	152,3	9,9	164,5	161,8
2008 1° trim.	11,2	1,0	136,4	0,7	1,3	31,2	-32,3	9,8	-1,5	1,8	16,4
2° trim. [p]	11,7	-28,1	168,3	-4,9	33,1	-18,7	6,0	29,5	-2,5	18,3	26,4
2008 gen.	2,7	7,0	45,0	-4,1	-0,9	25,0	-7,5	22,9	1,9	3,2	16,6
feb.	4,7	-4,8	56,9	-0,3	7,0	8,8	-21,3	-12,2	-1,5	-1,6	2,7
mar.	3,8	-1,2	34,5	5,0	-4,9	-2,6	-3,6	-0,9	-1,8	0,2	-2,8
apr.	6,8	-21,4	99,5	1,5	15,0	-2,2	-13,8	14,2	-0,7	2,5	19,7
mag.	-1,0	16,5	31,5	-6,5	-6,9	-4,2	20,2	5,2	-1,2	11,6	-2,8
giu. [p]	6,0	-23,2	37,3	0,1	25,0	-12,3	-0,4	10,1	-0,6	4,2	9,5
	Variazioni percentuali										
2005 dic.	13,8	11,0	6,6	4,4	-3,0	-0,1	15,7	10,0	-4,7	8,1	8,8
2006 dic.	11,0	7,0	27,2	0,6	13,2	4,9	54,2	9,9	17,8	9,1	4,7
2007 set.	8,3	5,7	38,2	-3,6	12,1	9,8	55,2	10,1	15,1	9,0	6,4
dic.	8,1	3,2	41,3	-3,6	16,3	9,2	59,5	6,3	9,6	9,9	12,4
2008 gen.	7,8	3,7	40,9	-3,7	17,6	11,0	40,0	6,5	9,2	9,5	12,9
feb.	7,7	2,9	43,0	-3,1	18,4	10,9	24,0	4,7	6,3	8,9	12,5
mar.	7,7	1,9	39,2	-2,5	11,4	8,2	17,9	3,9	3,5	7,1	10,4
apr.	8,0	1,3	41,6	-2,2	17,8	6,8	11,8	3,7	1,9	6,5	11,2
mag.	7,5	1,3	40,5	-2,4	17,1	4,8	14,7	3,3	0,5	6,2	12,5
giu. [p]	8,0	0,1	38,7	-2,0	18,8	2,0	20,7	2,8	-0,8	5,5	11,7

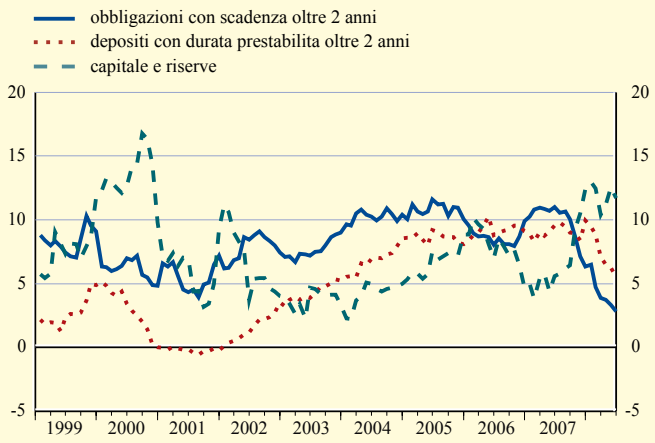
F3 Componenti degli aggregati monetari [1)]

(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)]

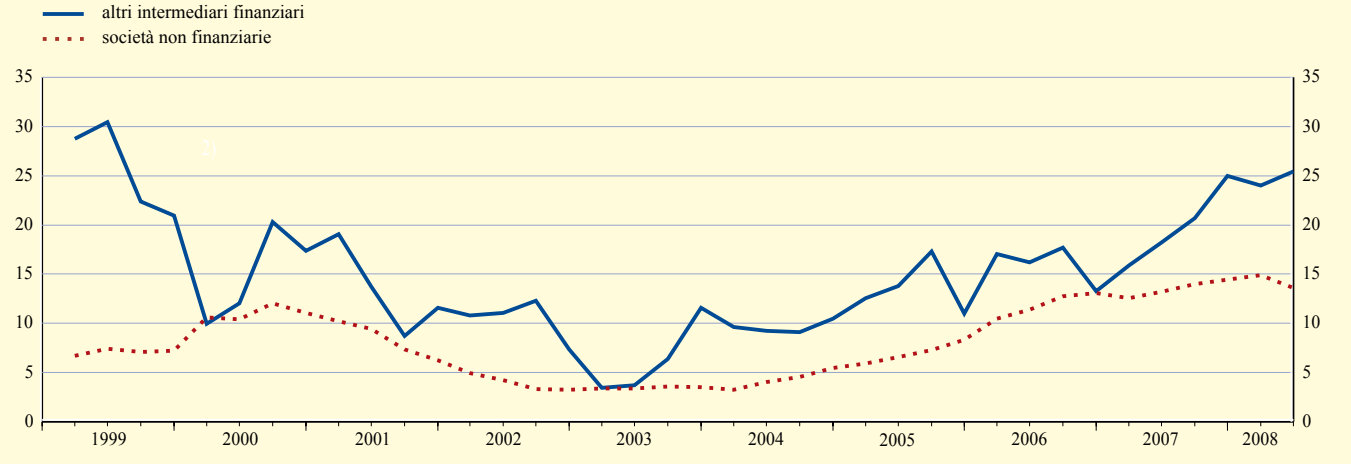
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie [3)]

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari [4)]		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Consistenze							
2005	64,6	41,6	620,4	370,2	3.409,1	1.037,7	594,0	1.777,3
2006	82,8	55,2	696,0	420,6	3.844,5	1.137,9	707,1	1.999,5
2007 3° trim.	112,0	87,8	854,7	535,3	4.230,5	1.248,2	814,0	2.168,4
4° trim.	96,4	70,6	866,4	526,2	4.389,0	1.276,8	858,9	2.253,3
2008 gen.	101,7	75,7	901,8	559,3	4.460,8	1.294,7	878,9	2.287,2
feb.	102,7	76,7	902,1	559,6	4.497,9	1.307,2	887,9	2.302,9
mar.	104,2	79,0	943,7	596,8	4.545,8	1.327,1	898,3	2.320,4
apr.	102,3	76,4	967,3	618,2	4.590,8	1.337,8	904,2	2.348,8
mag.	105,8	80,2	987,6	632,7	4.618,6	1.338,3	910,8	2.369,5
giu. [(p)]	103,6	79,3	995,5	623,5	4.668,6	1.365,1	925,3	2.378,2
	Transazioni							
2006	18,1	13,9	81,9	57,7	446,2	100,5	123,1	222,6
2007	14,0	15,8	175,2	113,4	556,3	145,0	155,7	255,6
2008 1° trim.	8,0	8,6	79,7	71,7	137,1	48,0	36,2	52,9
2° trim. [(p)]	-0,6	0,3	50,6	25,3	130,6	40,7	30,6	59,3
2008 gen.	5,3	5,2	32,4	30,5	44,1	10,9	14,2	18,9
feb.	1,1	1,0	2,0	1,7	39,6	13,5	10,1	15,9
mar.	1,6	2,4	45,3	39,5	53,5	23,6	11,8	18,0
apr.	-1,9	-2,7	21,1	19,1	49,4	12,4	8,5	28,6
mag.	3,4	3,8	20,1	14,4	28,6	0,8	6,9	20,9
giu. [(p)]	-2,2	-0,9	9,4	-8,2	52,6	27,6	15,2	9,8
	Variazioni percentuali							
2005 dic.	30,6	31,2	11,0	8,7	8,3	5,8	9,9	9,3
2006 dic.	25,6	40,0	20,7	23,3	14,0	12,6	20,3	12,5
2007 set.	16,9	28,5	25,0	26,9	14,5	12,7	22,0	12,8
dic.	2,2	5,4	26,6	28,5	14,4	12,2	22,7	12,8
2008 gen.	6,4	9,9	23,1	23,1	14,8	13,0	22,8	12,9
feb.	6,3	10,8	24,0	24,4	14,9	13,8	22,3	12,9
mar.	-2,7	-3,4	23,1	24,5	14,9	13,1	21,8	13,4
apr.	-2,5	-2,2	26,6	30,0	14,2	12,5	19,9	13,1
mag.	-5,8	-4,6	25,5	25,6	13,6	11,9	19,9	12,3
giu. [(p)]	-2,6	-2,8	25,7	28,5	14,2	12,4	19,6	13,3

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie [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) Prima di gennaio 2003 i dati venivano raccolti ogni anno a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

4) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1), 2)]

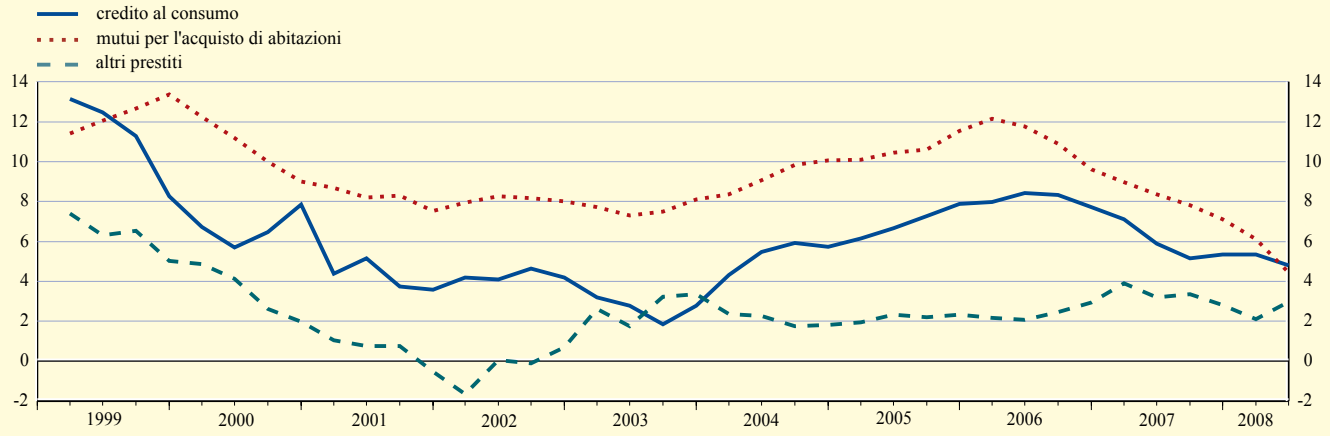
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie [3)]

	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												
2005	4.191,0	554,1	129,1	200,7	224,3	2.915,3	15,2	67,5	2.832,6	721,6	147,3	99,9	474,4
2006	4.537,0	586,5	135,3	202,7	248,5	3.212,1	15,6	72,1	3.124,5	738,4	146,2	101,5	490,7
2007 3° trim.	4.750,8	607,3	134,1	203,1	270,1	3.390,9	16,1	73,4	3.301,4	752,7	146,6	104,2	501,9
4° trim.	4.808,1	617,9	137,6	203,7	276,6	3.436,9	15,9	73,8	3.347,2	753,4	147,5	104,0	501,8
2008 gen.	4.835,4	619,4	136,8	204,1	278,5	3.457,1	15,9	73,7	3.367,5	758,9	146,7	104,8	507,3
feb.	4.851,7	619,0	135,7	202,5	280,8	3.471,5	15,8	73,5	3.382,2	761,2	145,4	105,7	510,1
mar.	4.861,0	623,9	136,5	203,0	284,4	3.476,3	16,1	73,3	3.387,0	760,7	147,0	105,3	508,5
apr.	4.871,0	627,9	136,1	204,6	287,2	3.484,6	16,1	73,1	3.395,5	758,4	145,6	102,6	510,3
mag.	4.885,6	628,2	136,3	203,7	288,2	3.498,8	15,8	73,1	3.409,9	758,6	144,4	102,1	512,2
giu. [p]	4.891,2	634,9	139,2	205,0	290,7	3.486,4	16,0	73,4	3.397,0	769,9	153,2	102,5	514,2
	Transazioni												
2006	345,3	42,6	8,2	4,8	29,5	281,8	1,5	4,6	275,8	20,9	1,4	3,8	15,7
2007	280,6	31,3	3,6	1,1	26,7	228,5	0,9	2,3	225,3	20,7	1,7	4,4	14,6
2008 1° trim.	37,0	2,3	-1,7	-1,9	5,9	31,4	0,0	-0,7	32,0	3,3	-1,4	0,6	4,0
2° trim. [p]	34,8	10,9	2,7	2,2	6,0	11,5	-0,1	0,2	11,4	12,4	6,7	-1,7	7,3
2008 gen.	8,6	-1,6	-1,4	-0,9	0,8	11,1	-0,1	-0,2	11,5	-0,9	-1,9	-0,1	1,1
feb.	17,5	-0,5	-1,0	-1,5	2,0	14,8	-0,1	-0,2	15,0	3,3	-1,2	1,0	3,5
mar.	10,9	4,5	0,8	0,5	3,2	5,5	0,3	-0,3	5,5	0,9	1,7	-0,2	-0,6
apr.	12,1	4,3	-0,3	1,7	3,0	8,9	0,0	-0,2	9,1	-1,2	-1,3	-2,1	2,3
mag.	16,0	0,1	0,2	-0,9	0,7	14,8	-0,2	0,0	15,0	1,2	-1,1	-0,2	2,5
giu. [p]	6,6	6,5	2,9	1,4	2,3	-12,2	0,2	0,3	-12,7	12,3	9,2	0,6	2,5
	Variazioni percentuali												
2005 dic.	9,4	7,9	7,5	6,1	9,8	11,5	5,1	7,5	11,7	2,3	2,6	1,3	2,4
2006 dic.	8,2	7,7	6,5	2,4	13,2	9,6	9,7	6,8	9,7	2,9	1,0	3,9	3,3
2007 set.	6,7	5,1	3,9	-0,5	10,5	7,8	7,1	4,4	7,9	3,4	1,0	5,3	3,7
dic.	6,2	5,3	2,7	0,5	10,7	7,1	6,1	3,2	7,2	2,8	1,2	4,3	3,0
2008 gen.	6,0	5,3	2,1	0,6	10,8	6,9	7,2	2,4	7,0	2,7	0,7	5,1	2,9
feb.	5,9	5,4	3,0	0,2	10,9	6,6	4,5	1,9	6,7	2,8	-0,4	6,0	3,1
mar.	5,4	5,3	3,9	-0,1	10,4	6,1	2,5	2,0	6,2	2,1	-0,2	4,3	2,3
apr.	5,2	5,4	2,6	0,8	10,3	5,9	4,9	1,7	6,0	2,0	-0,2	1,8	2,7
mag.	4,9	5,0	2,9	-0,3	10,1	5,6	2,3	1,4	5,7	2,0	-0,4	1,3	2,9
giu. [p]	4,2	4,8	3,6	-0,2	9,3	4,4	0,0	1,2	4,5	3,0	2,3	0,8	3,6

F6 Prestiti alle famiglie [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) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie. Prima di gennaio 2003 i dati erano rilevati a marzo, giugno, settembre e dicembre. I dati mensili precedenti a gennaio 2003 sono derivati da dati trimestrali.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1), 2)]

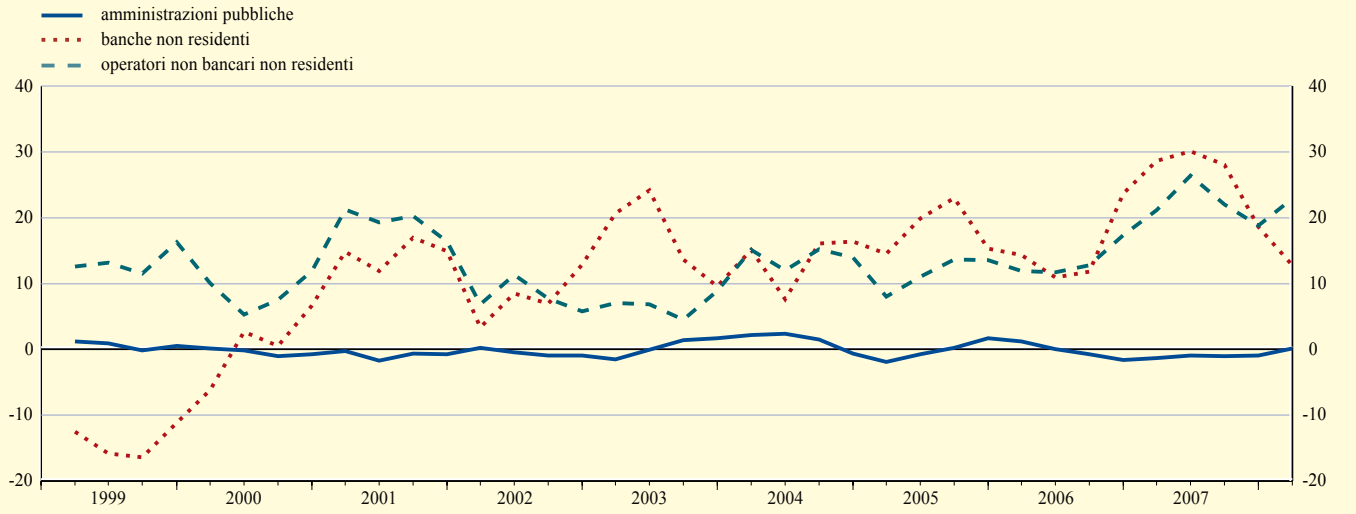
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

3. 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									
2005	826,9	125,1	246,8	425,8	29,2	2.485,2	1.722,1	763,1	66,0	697,1
2006	810,5	104,1	232,5	448,1	25,8	2.924,3	2.061,0	863,4	63,2	800,2
2007 2° trim.	798,3	95,7	218,8	446,2	37,6	3.286,0	2.334,1	952,0	61,4	890,5
3° trim.	794,0	92,7	213,9	446,0	41,4	3.302,8	2.354,1	948,7	61,3	887,4
4° trim.	956,1	213,4	217,6	495,7	29,4	3.295,2	2.337,9	957,2	59,8	897,4
2008 1° trim. [p]	958,0	211,2	212,8	504,2	30,1	3.413,4	2.396,4	1.017,0	61,3	955,7
	Transazioni									
2006	-13,4	-17,6	-14,3	21,9	-3,4	532,5	402,9	129,5	-0,1	129,6
2007	-7,7	-4,5	-13,0	6,2	3,5	542,0	382,3	159,7	0,3	159,5
2007 2° trim.	-3,4	-1,8	-5,5	-2,5	6,4	135,0	79,4	55,7	1,8	53,9
3° trim.	-4,2	-2,8	-5,0	-0,2	3,8	77,5	57,7	19,8	1,2	18,6
4° trim.	8,0	7,0	3,8	9,2	-12,0	56,8	23,3	33,5	-0,1	33,6
2008 1° trim. [p]	0,7	-2,7	-4,9	7,9	0,7	215,5	123,5	91,8	2,7	89,1
	Variazioni percentuali									
2005 dic.	1,7	-4,3	-3,2	5,4	22,9	14,8	15,3	13,6	2,0	14,9
2006 dic.	-1,6	-14,0	-5,8	5,1	-11,6	21,8	23,7	17,4	-0,1	19,1
2007 giu.	-0,9	-7,7	-5,9	2,0	17,3	29,0	30,1	26,4	-5,2	29,4
set.	-1,0	-7,8	-6,3	1,9	16,0	26,3	28,1	22,1	-2,0	24,2
dic.	-1,0	-4,3	-5,6	1,4	13,7	18,7	18,6	18,8	0,5	20,2
2008 mar. [p]	0,1	1,2	-5,2	3,1	-3,5	15,7	12,8	23,0	9,6	23,9

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai 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.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1), 2)]

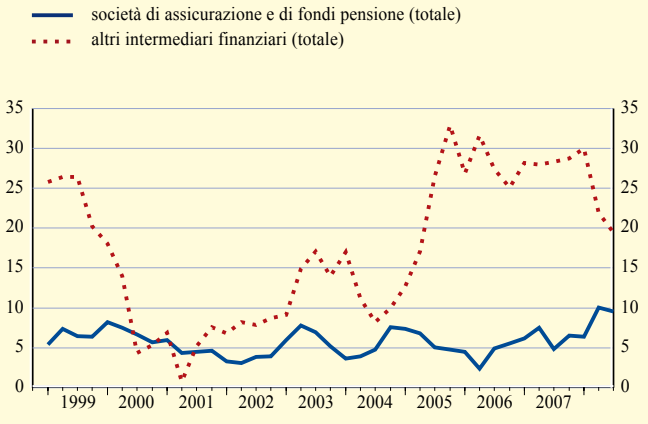
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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													
2005	612,6	67,8	51,9	469,7	1,2	1,4	20,6	880,4	233,9	185,0	329,8	10,5	0,1	121,1
2006	650,0	70,2	57,1	495,4	1,0	1,4	24,9	1.140,3	283,1	251,8	469,4	10,6	0,2	125,1
2007 3° trim.	676,6	67,9	62,9	522,9	0,8	1,1	21,0	1.392,9	331,2	305,9	580,9	13,0	0,8	161,1
4° trim.	687,8	71,1	68,9	525,1	0,8	1,1	20,9	1.472,7	312,3	348,0	652,8	12,2	0,3	147,1
2008 gen.	714,7	83,6	76,3	526,6	1,5	1,4	25,2	1.502,1	332,3	339,7	652,4	12,9	0,3	164,5
feb.	707,2	72,8	75,9	530,7	1,6	1,6	24,6	1.499,6	315,2	362,4	643,7	11,9	0,3	166,1
mar.	723,3	81,8	83,9	532,6	1,6	1,6	21,9	1.526,2	333,2	361,1	648,8	13,2	0,2	169,6
apr.	722,4	74,9	87,7	534,2	1,4	1,6	22,6	1.560,4	312,4	395,6	656,3	14,1	0,2	181,8
mag.	718,7	69,6	88,8	535,6	1,3	1,6	21,7	1.579,7	321,4	390,8	672,0	12,7	0,2	182,6
giu. [p]	717,2	73,6	83,7	537,3	1,4	1,6	19,8	1.597,0	331,0	386,4	682,9	12,0	0,2	184,5
	Transazioni													
2006	37,9	2,7	5,5	25,6	-0,2	0,0	4,4	249,2	45,5	67,8	130,5	0,3	0,1	4,9
2007	41,4	0,8	11,7	33,4	-0,2	-0,3	-4,1	341,1	32,7	98,9	183,7	1,7	0,1	24,1
2008 1° trim.	33,2	10,5	13,9	7,4	0,2	0,2	1,0	59,9	23,0	14,6	-0,7	1,0	-0,1	22,1
2008 2° trim. [p]	-6,0	-8,2	-0,2	4,7	-0,2	0,0	-2,1	67,8	-3,9	25,1	32,9	-1,2	0,0	14,9
2008 gen.	24,0	12,2	6,0	1,4	0,1	0,0	4,4	26,6	18,1	-8,9	-0,2	0,5	-0,1	17,2
feb.	-7,3	-10,8	-0,2	4,1	0,1	0,2	-0,6	2,0	-14,5	23,5	-7,7	-0,9	0,0	1,6
mar.	16,5	9,2	8,2	1,9	0,0	0,0	-2,8	31,3	19,4	0,0	7,2	1,4	0,0	3,3
apr.	-1,0	-6,9	3,8	1,6	-0,2	0,0	0,7	31,8	-21,1	34,1	5,8	0,8	0,0	12,2
mag.	-3,7	-5,3	1,1	1,5	-0,1	0,0	-0,9	17,1	7,1	-4,8	15,5	-1,4	0,0	0,8
giu. [p]	-1,3	4,0	-5,1	1,6	0,1	0,0	-1,9	18,9	10,1	-4,2	11,7	-0,6	0,0	1,9
	Variazioni percentuali													
2005 dic.	4,5	12,4	-1,2	4,3	36,0	-	-0,8	26,9	22,2	25,0	47,3	14,3	-	0,4
2006 dic.	6,2	4,0	10,7	5,4	-16,3	-	21,2	28,2	19,5	36,8	38,9	2,9	-	4,0
2007 set.	6,5	1,5	23,4	6,6	-18,2	-	-13,7	28,7	20,5	31,1	38,5	29,0	-	12,1
dic.	6,4	1,1	20,5	6,8	-22,5	-	-16,3	30,0	11,5	39,5	39,1	16,0	-	19,0
2008 gen.	9,2	15,9	30,1	6,2	-21,5	-	4,0	28,4	8,9	39,0	37,6	24,1	-	21,8
feb.	7,8	4,3	28,2	6,3	-21,4	-	1,9	28,5	6,5	48,2	34,5	16,7	-	21,2
mar.	10,0	12,7	41,8	6,6	-17,7	-	-4,3	21,9	6,3	36,5	26,5	17,6	-	13,4
apr.	8,7	6,6	37,5	6,3	-20,6	-	-7,3	22,9	2,6	44,4	23,9	24,2	-	20,8
mag.	9,3	6,5	45,6	6,0	-17,9	-	-5,3	21,8	2,6	43,9	22,2	11,5	-	21,5
giu. [p]	9,6	13,4	42,3	5,6	-11,0	-	3,4	19,5	4,0	35,4	19,8	5,6	-	21,6

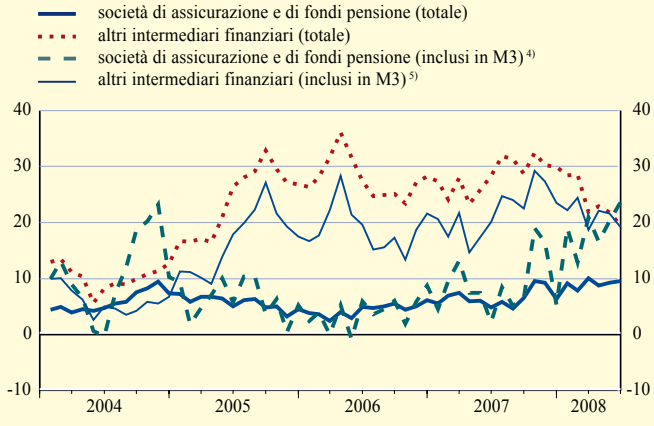
F8 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F9 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
3) Questa categoria include 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)]

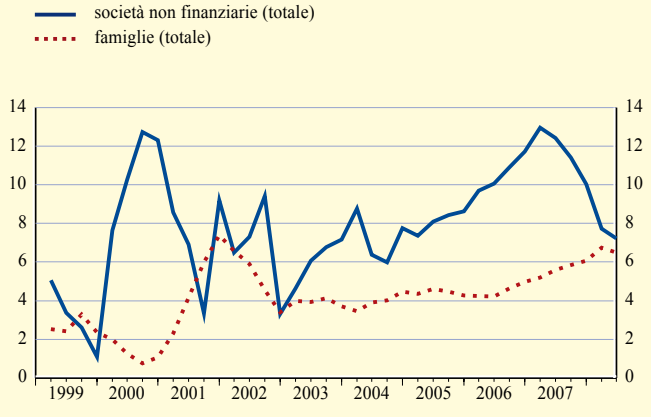
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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													
2005	1.211,9	769,2	305,1	67,2	44,5	1,2	24,6	4.343,1	1.685,9	534,0	631,7	1.354,2	84,5	52,8
2006	1.343,1	851,8	355,3	69,4	40,5	1,3	24,8	4.552,6	1.751,2	669,0	606,8	1.355,7	99,8	70,0
2007 3° trim.	1.405,0	844,6	438,8	64,1	31,6	1,4	24,4	4.706,3	1.754,3	886,5	565,7	1.308,0	107,9	84,0
4° trim.	1.470,6	882,1	474,6	59,6	29,2	1,4	23,7	4.989,0	1.777,6	994,5	561,1	1.457,6	111,1	87,1
2008 gen.	1.426,4	840,9	472,3	60,0	29,4	1,6	22,3	5.045,0	1.763,1	1.057,4	558,5	1.462,4	112,0	91,6
feb.	1.440,9	833,3	494,0	60,2	28,6	1,5	23,3	5.053,9	1.747,7	1.084,3	553,3	1.461,6	111,1	95,9
mar.	1.448,4	847,0	488,4	59,8	28,9	1,5	22,9	5.076,5	1.757,2	1.100,4	548,4	1.465,9	109,1	95,6
apr.	1.458,7	837,9	510,2	60,4	27,8	1,4	21,0	5.119,4	1.771,5	1.133,9	543,9	1.464,9	107,8	97,5
mag.	1.477,5	853,3	512,9	61,2	27,5	1,4	21,3	5.148,2	1.777,9	1.159,3	539,8	1.463,0	106,4	101,8
giu. [p]	1.481,7	866,0	502,2	61,7	27,3	1,5	22,9	5.163,0	1.784,0	1.179,5	534,9	1.460,4	105,7	98,5
	Transazioni													
2006	141,2	85,7	55,7	3,9	-4,2	0,1	0,2	215,2	65,7	137,5	-23,1	2,5	15,4	17,2
2007	134,5	31,8	123,3	-8,0	-11,0	-0,7	-1,1	280,9	21,7	321,9	-45,4	-45,6	11,2	17,1
2008 1° trim.	-27,5	-35,5	10,6	0,1	-1,9	-0,1	-0,8	59,2	-26,5	89,2	-14,2	5,1	-2,9	8,5
2008 2° trim. [p]	33,9	19,4	14,1	2,0	-1,6	-0,1	0,1	87,2	26,6	79,9	-13,4	-5,5	-3,3	2,9
2008 gen.	-54,7	-43,6	-8,2	-0,1	-1,3	0,0	-1,5	26,3	-21,2	45,9	-4,4	1,4	0,0	4,6
feb.	16,6	-6,9	22,9	0,4	-0,8	-0,1	1,1	9,1	-15,2	26,6	-5,1	-0,7	-0,9	4,3
mar.	10,6	15,0	-4,0	-0,3	0,2	0,0	-0,4	23,9	9,8	16,8	-4,7	4,4	-2,0	-0,3
apr.	9,9	-9,2	21,5	0,6	-1,0	-0,1	-1,9	42,6	13,9	33,5	-4,5	-1,0	-1,3	2,0
mag.	18,7	15,4	2,6	0,8	-0,3	0,0	0,3	28,7	6,4	25,4	-4,1	-1,8	-1,4	4,2
giu. [p]	5,3	13,2	-10,0	0,6	-0,2	0,0	1,7	15,9	6,2	21,0	-4,8	-2,7	-0,6	-3,3
	Variazioni percentuali													
2005 dic.	8,6	13,1	3,8	-2,0	9,0	-29,0	-18,2	4,3	8,5	3,1	-0,4	3,3	-4,5	-5,1
2006 dic.	11,7	11,2	18,4	5,7	-9,4	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,7	0,2	18,2	32,6
2007 set.	11,4	7,1	32,5	-8,8	-28,4	-26,9	-2,8	5,8	2,7	43,9	-7,2	-3,5	16,0	29,6
dic.	10,0	3,7	34,8	-11,7	-26,9	-31,6	-4,3	6,1	1,2	47,8	-7,5	-3,5	11,2	24,4
2008 gen.	9,6	4,3	31,5	-11,9	-27,7	-34,7	-10,6	6,9	2,3	48,6	-7,4	-3,5	9,2	25,7
feb.	10,6	3,2	37,2	-10,6	-26,9	-37,4	-11,3	6,9	1,4	48,0	-7,4	-2,8	6,2	27,9
mar.	7,7	2,0	29,3	-10,8	-29,0	-1,3	-15,3	6,7	1,4	45,5	-7,6	-2,1	2,7	25,2
apr.	8,6	0,6	34,7	-9,9	-28,5	-5,9	-14,2	7,0	1,1	45,9	-7,4	-1,8	1,2	28,4
mag.	8,0	1,3	31,0	-8,3	-29,2	-6,9	-21,0	7,2	1,3	45,7	-7,1	-1,7	0,1	29,3
giu. [p]	7,2	0,8	28,3	-6,9	-26,6	-6,6	-13,0	6,5	-0,4	44,8	-7,3	-1,6	-1,1	26,8

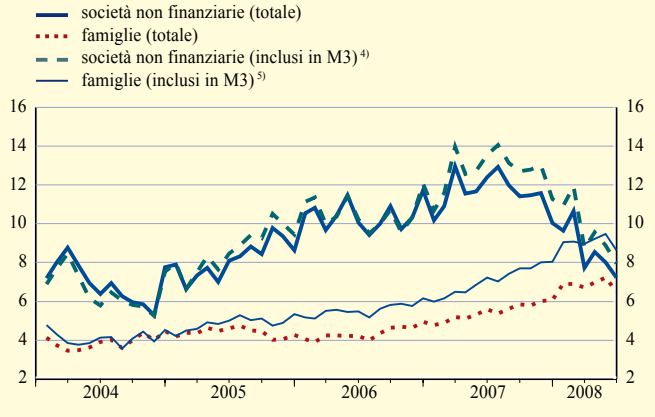
F10 Depositi totali per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F11 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore [2)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.
4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1), 2)]

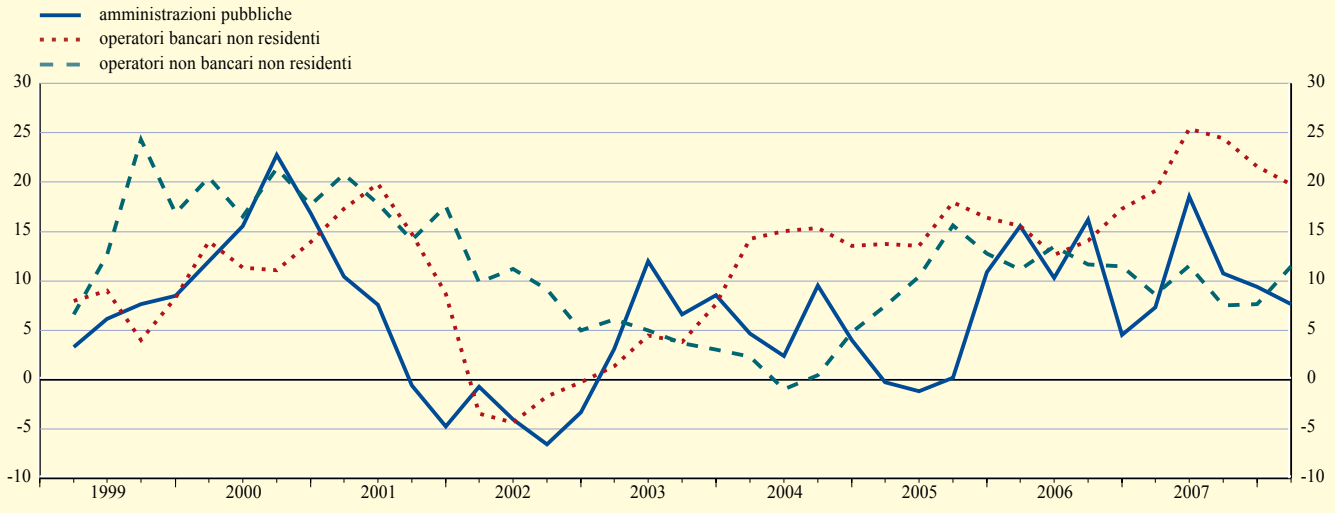
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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									
2005	313,1	149,2	38,3	80,9	44,7	3.050,5	2.250,5	800,0	125,8	674,2
2006	329,0	124,2	45,4	90,8	68,6	3.429,0	2.557,1	871,9	128,6	743,3
2007 2° trim.	380,2	169,8	43,8	95,2	71,4	3.821,4	2.898,6	922,8	137,5	785,3
3° trim.	373,5	144,3	60,0	97,2	72,0	3.877,0	2.963,4	913,6	145,9	767,7
4° trim.	372,9	127,1	59,0	106,8	80,1	3.856,2	2.962,9	893,3	143,4	749,9
2008 1° trim. [(p)]	375,9	139,6	49,7	106,7	80,0	4.039,8	3.100,0	939,8	133,2	806,6
	Transazioni									
2006	14,2	-24,5	7,0	7,8	23,9	476,6	385,8	90,8	6,6	84,2
2007	30,9	-3,1	13,6	8,9	11,5	614,6	548,3	66,3	20,2	46,1
2007 2° trim.	42,4	30,8	1,7	6,4	3,5	177,6	136,0	41,6	5,7	35,9
3° trim.	-7,3	-26,1	16,1	2,0	0,6	130,2	120,7	9,4	10,8	-1,4
4° trim.	-12,0	-21,9	-1,0	2,8	8,1	50,3	54,3	-4,1	-0,5	-3,5
2008 1° trim. [(p)]	2,8	12,4	-9,2	-0,2	-0,2	279,0	227,0	52,1	-6,3	58,4
	Variazioni percentuali									
2005 dic.	10,9	8,1	25,4	16,6	0,6	15,4	16,4	12,7	16,8	12,0
2006 dic.	4,5	-16,5	18,4	9,6	53,5	15,8	17,3	11,5	5,3	12,6
2007 giu.	18,5	21,9	10,5	12,2	25,3	21,8	25,4	11,5	8,9	12,0
set.	10,7	-3,5	44,0	13,3	19,4	20,0	24,5	7,5	13,2	6,5
dic.	9,4	-2,3	29,9	9,8	16,7	18,0	21,6	7,6	15,8	6,2
2008 mar. [(p)]	7,7	-3,7	18,2	12,4	17,8	17,8	19,8	11,4	7,2	12,2

F12 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.

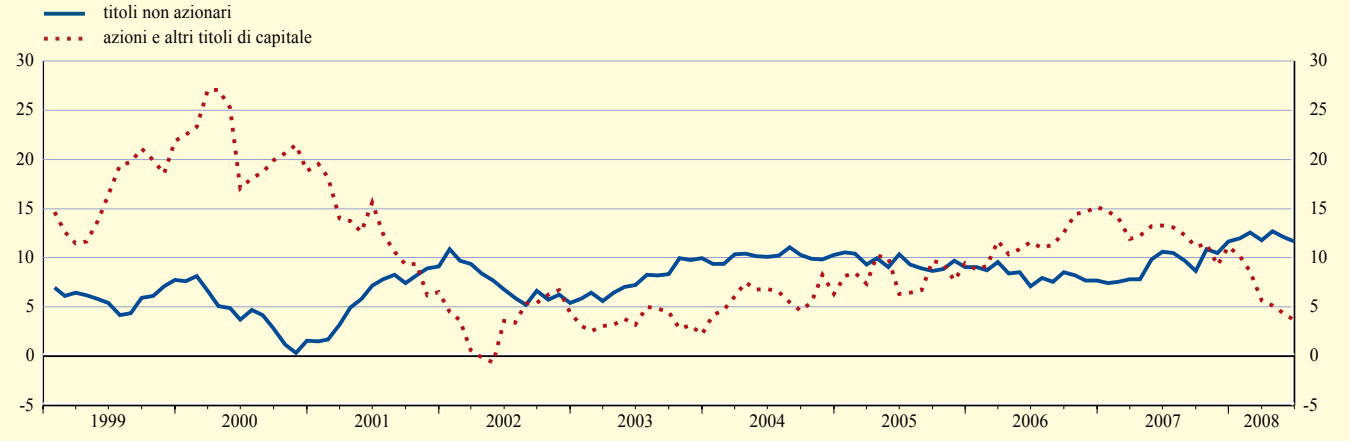
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1), 2)]

(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											
2005	4.418,9	1.450,4	67,3	1.412,5	17,0	525,7	25,8	920,3	1.254,7	308,5	700,1	246,1
2006	4.664,3	1.560,6	72,3	1.260,4	16,2	615,8	30,1	1.108,9	1.465,9	373,0	798,5	294,4
2007 3° trim.	4.972,9	1.645,5	82,1	1.199,7	14,7	770,6	35,7	1.224,6	1.572,6	412,8	813,3	346,5
4° trim.	5.113,6	1.652,9	84,0	1.177,5	16,6	916,3	33,4	1.232,8	1.639,9	424,8	871,8	343,3
2008 gen.	5.250,9	1.697,1	93,7	1.203,2	17,6	925,1	36,8	1.277,4	1.646,9	433,7	881,9	331,3
feb.	5.313,5	1.727,7	93,4	1.201,7	15,7	949,7	35,4	1.289,8	1.629,0	442,7	860,5	325,8
mar.	5.301,9	1.728,0	87,5	1.200,4	15,4	960,1	45,8	1.264,8	1.606,4	453,2	859,6	293,6
apr.	5.384,0	1.748,1	91,9	1.208,1	16,0	984,9	49,0	1.286,0	1.670,7	458,3	914,1	298,3
mag.	5.477,8	1.790,0	99,1	1.212,7	14,7	1.006,9	49,1	1.305,3	1.682,9	477,5	906,7	298,7
giu. [p]	5.471,2	1.790,3	98,5	1.202,1	15,2	1.026,5	48,5	1.290,2	1.599,5	458,4	849,8	291,3
	Transazioni											
2006	337,4	122,8	10,6	-122,7	0,5	100,6	6,5	219,0	193,3	58,6	96,2	38,5
2007	541,2	136,6	18,2	-86,7	1,5	267,3	9,5	194,7	163,6	51,8	59,7	52,0
2008 1° trim.	214,9	58,8	5,5	19,4	-0,6	43,0	14,8	74,1	-17,7	25,7	-8,1	-35,2
2° trim. [p]	185,5	64,6	11,4	10,1	0,0	68,1	3,3	28,1	8,3	13,9	-2,9	-2,7
2008 gen.	103,4	28,0	7,2	15,1	0,8	5,5	3,3	43,5	16,4	6,9	10,5	-1,0
feb.	80,4	29,8	1,3	-1,6	-1,6	24,8	-0,5	28,2	-14,7	9,0	-20,0	-3,7
mar.	31,1	0,9	-3,0	5,9	0,3	12,6	11,9	2,4	-19,4	9,7	1,4	-30,5
apr.	77,7	19,9	3,8	10,5	0,6	24,9	3,2	14,8	61,7	5,6	52,8	3,3
mag.	94,7	42,3	7,1	7,0	-1,3	21,3	0,0	18,3	14,2	20,9	-6,8	0,2
giu. [p]	13,1	2,4	0,5	-7,4	0,7	21,9	0,1	-5,0	-67,6	-12,6	-48,8	-6,2
	Variazioni percentuali											
2005 dic.	9,0	6,3	3,6	4,2	-4,5	16,0	43,8	18,2	9,4	9,4	8,0	13,6
2006 dic.	7,7	8,5	16,5	-8,9	3,0	19,3	25,7	24,2	15,2	18,6	13,6	15,2
2007 set.	8,6	6,3	27,1	-10,0	-5,7	31,7	49,2	21,0	11,1	20,7	2,3	24,4
dic.	11,7	8,8	25,6	-6,9	10,5	42,9	33,4	17,7	11,1	13,9	7,5	17,7
2008 gen.	11,9	8,9	32,7	-6,8	20,0	44,0	32,2	17,8	10,2	13,9	7,6	12,1
feb.	12,6	10,1	26,4	-6,7	8,7	45,2	21,0	18,3	8,6	13,5	6,7	7,3
mar.	11,8	8,7	24,7	-5,5	12,2	41,0	52,7	16,1	5,6	15,0	4,3	-2,9
apr.	12,7	9,1	28,4	-2,8	16,2	40,3	59,4	15,7	5,2	13,7	3,9	-2,8
mag.	12,1	10,6	36,7	-4,8	4,3	38,5	59,6	13,6	4,3	12,6	4,1	-6,1
giu. [p]	11,7	10,9	36,5	-4,7	9,8	35,5	62,9	12,1	3,6	17,1	2,6	-10,1

F13 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
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,4	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,8	-0,8	-2,3	-3,7
2007 4° trim.	-1,6	-0,4	-0,6	-0,6	-1,2	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	-0,2	-1,1	-1,0
2008 1° trim.	-1,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,2	0,0	-0,1	-1,2	-1,3	-0,4	-0,2	-0,8
2008 gen.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,3
feb.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
mar.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3
apr.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-0,6	-0,2
mag.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,3	-0,2
giu. [p]	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4

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

	Società non finanziarie				Non residenti		
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,4	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2007 4° trim.	-4,9	-0,9	-2,6	-1,4	-3,7	-3,3	-0,4
2008 1° trim.	-3,0	-1,2	-0,8	-1,0	-2,4	-1,8	-0,6
2008 gen.	-1,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
feb.	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
mar.	-1,1	-0,3	-0,3	-0,4	-1,8	-1,7	-0,1
apr.	-3,3	-0,5	-2,7	-0,2	0,0	0,0	0,1
mag.	-0,8	-0,2	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
giu. [p]	-1,2	-0,2	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0

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
2006	-8,6	1,2	-0,4	-7,9	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	31,5	7,1	16,3	8,0
2007	-11,8	-2,7	0,0	0,6	-0,2	-2,5	-0,5	-6,5	13,6	3,2	9,6	0,8
2007 4° trim.	-4,0	-1,0	0,0	0,9	-0,1	-0,4	-0,2	-3,2	0,3	2,7	0,0	-2,4
2008 1° trim.	-20,3	-4,7	-0,2	0,4	-0,2	-4,8	-0,6	-10,2	-22,3	-1,3	-13,0	-7,9
2008 gen.	-7,7	-3,4	0,0	2,6	0,0	-3,1	-0,1	-3,7	-15,8	-2,1	-9,2	-4,4
feb.	-3,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-3,1	-3,2	0,0	-1,4	-1,8
mar.	-9,0	-1,4	-0,1	-2,2	-0,2	-1,5	-0,2	-3,4	-3,3	0,7	-2,4	-1,6
apr.	-2,7	0,5	0,0	-2,5	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	3,6	0,7	1,4	1,4
mag.	-2,7	-0,3	0,0	-2,5	0,0	0,7	0,0	-0,6	-2,0	-1,6	-0,5	0,2
giu. [p]	-10,2	-2,4	-0,1	-3,1	0,0	-2,2	-0,1	-2,3	-11,4	-2,2	-8,1	-1,2

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM [1), 2)]

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

1. Depositi

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti dell'area dell'euro													
2005	4.851,2	90,9	9,1	5,6	0,4	1,5	1,0	7.361,0	96,8	3,2	1,9	0,3	0,1	0,5
2006	5.242,4	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8.014,8	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007 2° trim.	5.573,0	90,5	9,5	5,8	0,4	1,3	1,1	8.448,3	96,3	3,7	2,3	0,3	0,1	0,6
3° trim.	5.700,7	91,2	8,8	5,3	0,4	1,3	1,0	8.554,3	96,1	3,9	2,4	0,3	0,1	0,6
4° trim.	6.089,4	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	8.993,0	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 1° trim. [(p)]	6.148,9	91,8	8,2	4,8	0,5	1,3	1,0	9.150,3	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
	Non residenti dell'area dell'euro													
2005	2.250,5	46,2	53,8	35,4	2,7	2,8	10,0	800,0	51,8	48,2	32,1	1,7	2,2	9,2
2006	2.557,1	45,3	54,7	35,1	2,3	2,7	11,5	871,9	50,7	49,3	32,0	1,3	2,0	10,4
2007 2° trim.	2.898,6	45,0	55,0	34,8	2,6	2,4	11,8	922,8	51,2	48,8	32,3	1,3	1,8	9,7
3° trim.	2.963,4	46,2	53,8	33,6	2,6	2,3	11,9	913,6	49,5	50,5	33,8	1,1	1,9	9,6
4° trim.	2.962,9	46,7	53,3	33,7	2,9	2,5	11,0	893,3	50,3	49,7	32,8	1,6	1,6	10,0
2008 1° trim. [(p)]	3.100,0	48,0	52,0	33,3	2,9	2,7	10,1	939,8	52,3	47,7	32,0	1,4	1,5	8,9

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

	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2005	4.051,7	81,2	18,8	9,6	1,8	1,9	3,2
2006	4.485,5	80,5	19,5	10,0	1,6	1,9	3,5
2007 2° trim.	4.797,0	80,2	19,8	10,1	1,6	1,8	3,7
3° trim.	4.862,4	80,8	19,2	9,7	1,7	1,8	3,6
4° trim.	4.948,0	81,4	18,6	9,3	1,7	1,9	3,4
2008 1° trim. [(p)]	4.993,3	82,1	17,9	8,8	1,7	1,9	3,3

Fonte: BCE.

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

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM [1), 2)]

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

3. Prestiti

	IFM [3)]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti nell'area dell'euro													
2005	4.569,7	-	-	-	-	-	-	9.112,0	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,5
2006	4.933,5	-	-	-	-	-	-	9.970,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5
2007 2° trim.	5.264,9	-	-	-	-	-	-	10.509,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6
3° trim.	5.433,3	-	-	-	-	-	-	10.742,0	96,1	3,9	1,9	0,2	1,0	0,5
4° trim.	5.789,0	-	-	-	-	-	-	11.116,0	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6
2008 1° trim. [(p)]	5.837,0	-	-	-	-	-	-	11.412,6	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,6
	Non residenti nell'area dell'euro													
2005	1.722,1	48,5	51,5	30,5	4,3	2,0	10,1	763,1	38,2	61,8	43,7	1,8	4,1	8,6
2006	2.061,0	50,7	49,3	28,9	2,0	2,3	11,0	863,4	39,3	60,7	43,2	1,1	4,0	8,6
2007 2° trim.	2.334,1	50,3	49,7	28,7	1,9	2,4	11,7	952,0	39,4	60,6	43,1	1,0	3,8	8,4
3° trim.	2.354,1	48,8	51,2	28,3	2,1	2,5	12,9	948,7	39,2	60,8	43,3	1,1	3,9	8,2
4° trim.	2.337,9	48,0	52,0	28,9	2,3	2,4	12,7	957,2	40,9	59,1	41,3	1,2	3,7	8,2
2008 1° trim. [(p)]	2.396,4	48,1	51,9	28,7	2,6	2,6	12,1	1.017,0	43,1	56,9	39,3	1,3	4,2	7,6

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM [3)]							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [4)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2005	1.517,7	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.980,9	97,8	2,2	1,1	0,3	0,1	0,5
2006	1.632,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1.922,5	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007 2° trim.	1.716,7	95,4	4,6	2,2	0,3	0,3	1,6	2.044,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
3° trim.	1.727,6	95,2	4,8	2,4	0,3	0,2	1,5	2.020,7	97,5	2,5	1,4	0,3	0,1	0,7
4° trim.	1.737,0	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.143,9	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 1° trim. [(p)]	1.815,4	95,2	4,8	2,6	0,3	0,3	1,4	2.221,7	97,2	2,8	1,8	0,3	0,1	0,4
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2005	397,5	51,0	49,0	28,5	0,8	0,5	15,7	522,8	38,3	61,7	35,0	7,8	0,8	12,6
2006	514,5	52,2	47,8	28,8	0,7	0,4	14,5	594,4	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007 2° trim.	584,0	51,9	48,1	28,5	0,7	0,5	14,6	666,8	37,4	62,6	36,9	4,3	0,7	15,7
3° trim.	573,8	53,9	46,1	26,7	0,7	0,4	15,0	650,7	35,3	64,7	38,9	4,1	0,7	14,5
4° trim.	580,5	53,8	46,2	27,4	0,7	0,4	14,4	652,3	35,8	64,2	39,4	4,5	0,8	12,6
2008 1° trim. [(p)]	633,5	51,2	48,8	29,8	0,8	0,5	14,4	630,9	37,7	62,3	37,5	5,0	0,8	11,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2006 4° trim.	5.552,3	320,9	2.005,6	170,7	1.834,9	2.024,9	670,9	185,8	344,3
2007 1° trim.	5.714,1	332,6	2.031,4	181,0	1.850,4	2.071,8	719,1	186,6	372,7
2° trim.	5.989,4	346,5	2.043,5	192,9	1.850,7	2.219,0	784,4	179,7	416,4
3° trim.	5.892,8	358,3	2.015,0	187,0	1.828,0	2.168,5	773,6	180,6	396,6
4° trim.	5.781,3	353,4	1.993,4	184,1	1.809,3	2.077,4	784,0	189,1	384,0
2008 1° trim. [p]	5.150,8	367,0	1.855,5	164,5	1.690,9	1.664,1	716,2	197,1	350,8

2. Passività

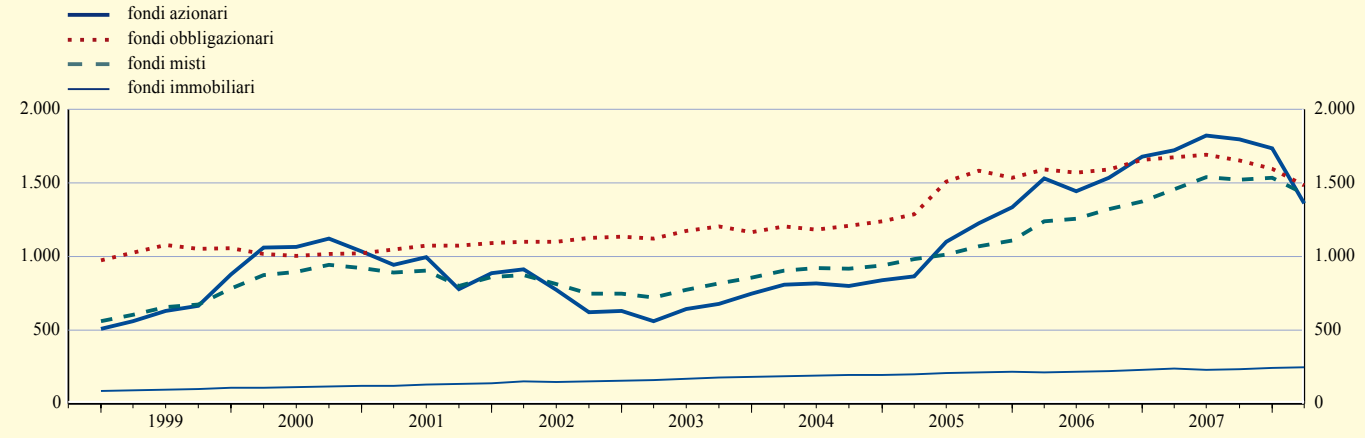
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'invesimento	Altre passività
	1	2	3	4
2006 4° trim.	5.552,3	76,6	5.218,7	257,1
2007 1° trim.	5.714,1	80,9	5.350,8	282,5
2° trim.	5.989,4	84,3	5.587,7	317,4
3° trim.	5.892,8	78,5	5.496,8	317,5
4° trim.	5.781,3	76,8	5.411,5	293,0
2008 1° trim. [p]	5.150,8	76,2	4.835,6	238,9

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
2006 4° trim.	5.552,3	1.681,6	1.656,3	1.376,5	231,8	606,2	4.252,7	1.299,6
2007 1° trim.	5.714,1	1.724,1	1.674,1	1.459,8	238,5	617,7	4.373,2	1.341,0
2° trim.	5.989,4	1.825,7	1.692,2	1.539,7	230,8	701,0	4.577,1	1.412,4
3° trim.	5.892,8	1.797,1	1.654,6	1.523,2	236,1	681,7	4.468,3	1.424,5
4° trim.	5.781,3	1.735,5	1.596,8	1.535,4	244,2	669,4	4.344,6	1.436,7
2008 1° trim. [p]	5.150,8	1.361,3	1.483,5	1.427,7	249,6	628,7	3.779,1	1.371,6

F14 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Fondi azionari								
2006 4° trim.	1.681,6	56,2	66,0	22,7	43,3	1.429,9	74,5	-	54,9
2007 1° trim.	1.724,1	59,4	65,8	25,7	40,0	1.461,7	78,6	-	58,6
2° trim.	1.825,7	61,1	67,9	27,4	40,5	1.546,6	84,2	-	65,9
3° trim.	1.797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1.505,5	82,4	-	68,5
4° trim.	1.735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1.464,2	79,5	-	61,9
2008 1° trim. (p)	1.361,3	51,0	63,0	21,3	41,7	1.129,9	65,7	-	51,6
	Fondi obbligazionari								
2006 4° trim.	1.656,3	108,3	1.342,9	91,1	1.251,8	45,4	49,8	-	109,9
2007 1° trim.	1.674,1	112,3	1.355,7	95,1	1.260,6	44,5	52,5	-	109,0
2° trim.	1.692,2	114,9	1.345,5	99,5	1.246,0	62,8	55,8	-	113,2
3° trim.	1.654,6	109,9	1.318,4	97,0	1.221,5	62,6	53,3	-	110,4
4° trim.	1.596,8	116,1	1.273,1	92,7	1.180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 1° trim. (p)	1.483,5	124,8	1.167,8	80,2	1.087,6	56,8	45,4	-	88,6
	Fondi misti								
2006 4° trim.	1.376,5	71,0	519,8	43,5	476,3	364,3	292,9	0,4	128,2
2007 1° trim.	1.459,8	73,8	530,9	45,5	485,4	380,9	322,3	0,3	151,5
2° trim.	1.539,7	84,0	529,5	50,2	479,3	399,0	346,5	0,9	179,8
3° trim.	1.523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
4° trim.	1.535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 1° trim. (p)	1.427,7	97,8	527,8	46,5	481,3	338,8	313,9	1,2	148,1
	Fondi immobiliari								
2006 4° trim.	231,8	17,6	6,1	1,7	4,4	4,3	7,0	184,9	11,9
2007 1° trim.	238,5	18,9	6,7	1,9	4,8	4,6	9,6	186,1	12,6
2° trim.	230,8	18,8	6,6	1,9	4,7	4,3	10,0	178,1	12,9
3° trim.	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
4° trim.	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 1° trim. (p)	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
	1	2	3	4	5	6	7
	Fondi aperti al pubblico						
2006 4° trim.	4.252,7	265,6	1.402,2	1.653,0	498,4	153,1	280,6
2007 1° trim.	4.373,2	274,4	1.420,5	1.696,3	529,1	153,3	299,5
2° trim.	4.577,1	281,1	1.431,2	1.819,5	576,6	145,0	323,7
3° trim.	4.468,3	287,9	1.375,7	1.791,2	564,1	142,9	306,4
4° trim.	4.344,6	279,9	1.336,9	1.717,4	569,6	149,1	291,8
2008 1° trim. (p)	3.779,1	279,1	1.218,4	1.360,8	513,6	154,1	253,2
	Fondi riservati a speciali categorie di investitori						
2006 4° trim.	1.299,6	55,3	603,4	371,9	172,6	32,7	63,7
2007 1° trim.	1.341,0	58,2	610,9	375,5	189,9	33,3	73,2
2° trim.	1.412,4	65,4	612,4	399,5	207,8	34,7	92,7
3° trim.	1.424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
4° trim.	1.436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 1° trim. (p)	1.371,6	87,9	637,1	303,3	202,6	43,0	97,6

Fonte: BCE.

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale
(miliardi di euro)

Impieghi 1° trim. 2008	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						500,7
Saldo commerciale [1]						-4,4
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.038,7	105,0	659,7	55,0	219 ,0	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	23,4	3,2	12,9	3,7	3,6	
Consumo di capitale fisso	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Margine operativo lordo e reddito misto [1]	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Redditi da lavoro dipendente						4,5
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	800,5	52,8	280,4	401,4	65,9	144,1
Interessi	514,2	50,7	86,0	311,7	65,8	85,7
Altri redditi da capitale	286,2	2,1	194,4	89,6	0,1	58,3
Reddito nazionale netto [1]	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	235,9	200,8	26,8	8,1	0,3	1,3
Contributi sociali	393,7	393,7				0,7
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	395,6	1,4	16,0	26,5	351,7	0,7
Altri trasferimenti correnti	192,9	70,1	25,6	47,0	50,2	9,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44,8	32,6	10,5	1,0	0,7	1,4
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45,0			45,0		0,7
Altro	103,0	37,4	15,0	1,1	49,5	7,6
Reddito netto disponibile [1]	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.718,8	1.282,5			436,4	
Spese per consumi individuali	1.549,2	1.282,5			266,7	
Spese per consumi collettivi	169,6				169,6	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14,7	0,0	1,9	12,8	0,0	0,1
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero [1]	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	516,3	162,4	296,4	12,0	45,5	
Investimenti fissi lordi	483,0	160,0	265,9	12,0	45,0	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	33,3	2,4	30,4	0,0	0,4	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0,0	-0,5	0,5	0,1	-0,1	0,0
Trasferimenti in conto capitale	35,4	7,4	1,6	1,3	25,2	9,1
Imposte in conto capitale	5,5	5,3	0,2	0,0		0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	29,9	2,1	1,3	1,3	25,2	9,1
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	-16,7	33,1	-31,0	30,5	-49,3	16,7
Discrepanza statistica	0,0	8,3	-8,3	0,0	0,0	0,0

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

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

Risorse 1° trim. 2008	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						496,3
Saldo commerciale						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	1.995,0	495,6	1.138,3	96,9	264,2	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	244,5					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	2.239,5					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
Margine operativo lordo e reddito misto						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	604,7	297,4	281,4	27,1	-1,2	
Redditi da lavoro dipendente	1.041,2	1.041,2				2,1
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	267,2				267,2	0,7
Redditi da capitale	802,2	261,9	106,4	415,5	18,5	142,4
Interessi	499,0	78,2	46,7	367,1	7,1	100,9
Altri redditi da capitale	303,2	183,7	59,6	48,4	11,4	41,4
Reddito nazionale netto						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.914,9	1.547,7	107,3	41,2	218,6	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	236,7				236,7	0,5
Contributi sociali	393,3	1,0	18,0	39,1	335,1	1,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	393,2	393,2				3,2
Altri trasferimenti correnti	164,2	88,8	12,0	46,1	17,4	38,4
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45,0			45,0		1,2
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44,2	35,1	8,2	0,7	0,3	1,5
Altro	74,9	53,7	3,8	0,4	17,1	35,7
Reddito netto disponibile						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.884,1	1.364,7	69,0	44,8	405,6	
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
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	165,3	97,0	67,1	31,9	-30,7	22,9
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	328,1	89,9	184,3	11,1	42,8	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	41,5	15,5	16,1	0,9	9,1	2,9
Imposte in conto capitale	5,5				5,5	0,0
Altri trasferimenti in conto capitale	36,0	15,5	16,1	0,9	3,6	2,9
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)						
Statistical discrepancy						

Fonti: BCE e 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 1° trim. 2008	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.664,5	14.877,4	22.398,3	10.217,1	6.229,4	2.911,7	15.161,4
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				205,6				
Banconote, monete e depositi		5.695,7	1.767,4	2.478,4	1.533,3	799,4	534,2	4.008,9
Titoli di debito a breve termine		48,9	130,7	117,8	297,4	260,7	40,2	771,1
Titoli di debito a lungo termine		1.300,7	211,9	3.671,0	1.919,4	1.960,6	225,7	2.458,4
Prestiti		40,3	2.113,1	12.173,6	1.490,0	337,8	379,4	1.677,8
di cui a lungo termine		23,9	1.201,2	9.239,0	1.166,0	295,0	329,5	.
Azioni e altre partecipazioni		5.064,4	7.774,3	1.897,5	4.779,0	2.397,2	1.175,3	5.429,8
Azioni quotate		1.137,1	1.939,6	725,1	2.509,0	846,2	441,7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.320,2	5.474,7	909,5	1.562,4	467,3	585,0	.
Quote di fondi di investimento		1.607,0	360,0	262,8	707,6	1.083,6	148,6	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.212,4	134,2	2,0	0,0	148,0	3,3	230,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		302,2	2.745,7	1.852,5	198,0	325,7	553,6	584,6
Ricchezza finanziaria netta								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		114,8	144,6	759,1	-10,0	107,6	15,1	489,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				-0,9				0,9
Banconote, monete e depositi		53,5	-29,3	119,7	74,8	29,0	31,3	286,3
Titoli di debito a breve termine		12,5	23,8	12,3	52,4	4,4	-11,9	6,4
Titoli di debito a lungo termine		32,1	-34,3	157,1	-100,3	25,6	-4,1	67,8
Prestiti		-0,3	18,2	354,4	24,3	24,6	-13,1	33,9
di cui a lungo termine		-0,4	18,3	159,7	14,9	2,3	-0,3	.
Azioni e altre partecipazioni		-61,9	127,5	-22,9	-69,5	23,1	6,9	81,2
Azioni quotate		-22,8	51,2	-16,8	-76,5	8,3	-0,1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-4,3	74,5	7,0	13,7	2,9	0,1	.
Quote di fondi di investimento		-34,8	1,9	-13,0	-6,8	11,9	6,9	.
Riserve tecniche di assicurazione		57,2	3,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	5,7
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		21,8	35,6	139,5	8,3	2,3	6,0	7,2
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-551,1	-712,3	-399,7	-494,8	-143,8	-98,6	-615,3
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				8,0				
Banconote, monete e depositi		1,6	-2,2	-89,7	-23,4	1,4	-5,2	-116,3
Titoli di debito a breve termine		-3,6	-12,0	0,3	-8,9	3,1	0,0	-12,4
Titoli di debito a lungo termine		-1,4	24,8	-67,3	-20,2	3,6	1,2	-16,8
Prestiti		0,6	-4,1	-73,0	19,9	-5,1	0,2	-9,3
di cui a lungo termine		0,4	-1,6	-43,6	22,3	0,9	0,1	.
Azioni e altre partecipazioni		-506,4	-737,0	-74,3	-455,2	-147,7	-89,1	-431,1
Azioni quotate		-191,7	-224,1	-71,4	-323,1	-75,6	-81,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-228,9	-498,2	1,4	-77,2	-30,4	2,8	.
Quote di fondi di investimento		-85,8	-14,8	-4,4	-54,9	-41,8	-10,8	.
Riserve tecniche di assicurazione		-44,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		3,0	18,2	-103,7	-7,1	1,1	-5,7	-29,9
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		17.228,2	14.309,7	22.757,7	9.712,3	6.193,2	2.828,3	15.034,5
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)				212,8				
Banconote, monete e depositi		5.750,8	1.735,9	2.508,4	1.584,7	829,8	560,4	4.178,9
Titoli di debito a breve termine		57,8	142,5	130,3	340,9	268,1	28,2	765,1
Titoli di debito a lungo termine		1.331,4	202,4	3.760,8	1.799,0	1.989,8	222,9	2.509,4
Prestiti		40,5	2.127,3	12.454,9	1.534,3	357,3	366,5	1.702,4
di cui a lungo termine		23,9	1.217,9	9.355,1	1.203,2	298,2	329,3	.
Azioni e altre partecipazioni		4.496,0	7.164,8	1.800,2	4.254,3	2.272,5	1.093,1	5.079,9
Azioni quotate		922,6	1.766,7	636,9	2.109,5	779,0	360,6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.087,0	5.051,0	918,0	1.498,9	439,9	587,9	.
Quote di fondi di investimento		1.486,5	347,1	245,4	645,9	1.053,7	144,7	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.224,8	137,2	2,0	0,0	146,5	3,3	236,9
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		326,9	2.799,5	1.888,3	199,1	329,2	553,8	561,9
Ricchezza finanziaria netta								

Fonte: BCE.

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

Passività 1° trim. 2008	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		5.919,1	24.006,2	22.379,7	10.119,9	6.431,2	6.798,0	13.600,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			24,9	13.780,5	88,7	4,5	253,0	2.665,6
Titoli di debito a breve termine			277,4	448,9	87,4	0,6	611,3	241,1
Titoli di debito a lungo termine			451,8	2.729,3	1.624,2	26,8	4.344,7	2.571,1
Prestiti		5.345,7	7.175,1		1.570,2	166,1	1.180,3	2.774,6
di cui a lungo termine		5.028,5	4.930,2		782,9	65,8	1.039,9	.
Azioni e altre partecipazioni			13.261,9	3.141,4	6.564,7	666,4	3,6	4.879,4
Azioni quotate			4.972,8	1.009,5	263,6	277,3	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			8.289,1	1.097,1	975,9	388,4	3,6	.
Quote di fondi di investimento				1.034,9	5.325,2			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	334,8	53,7	0,6	5.308,2	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		540,3	2.480,3	2.226,0	184,1	258,6	404,5	468,3
Ricchezza finanziaria netta [1]	-1.355,8	11.745,4	-9.128,8	18,6	97,1	-201,9	-3.886,3	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		73,5	183,8	735,6	-4,9	95,5	64,4	472,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,0	443,9	1,9	-0,1	-15,3	134,9
Titoli di debito a breve termine			12,3	-19,5	-1,7	0,0	47,5	61,5
Titoli di debito a lungo termine			-0,2	28,8	34,8	-0,1	47,3	33,4
Prestiti		38,8	136,0		73,7	12,6	5,9	175,0
di cui a lungo termine		41,4	87,3		14,6	0,2	-17,1	.
Azioni e altre partecipazioni			41,3	96,8	-99,5	3,3	0,0	42,4
Azioni quotate			-1,8	6,6	-1,3	0,1	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			43,2	-2,8	-9,2	3,2	0,0	.
Quote di fondi di investimento				93,0	-89,0			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	2,1	0,5	0,0	61,9	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		34,7	-7,7	185,2	-14,1	18,0	-21,0	25,6
Variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	-16,7	41,4	-39,3	23,5	-5,1	12,1	-49,3	16,7
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		8,1	-1.332,5	-525,3	-513,5	-102,9	32,5	-590,0
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			0,1	-175,2	-3,5	0,0	0,0	-55,0
Titoli di debito a breve termine			-0,6	-18,6	10,1	0,0	-0,5	-24,0
Titoli di debito a lungo termine			-1,2	-31,2	-15,8	-0,8	50,8	-77,9
Prestiti		0,6	15,7		-22,3	0,0	0,0	-64,8
di cui a lungo termine		1,7	19,5		-14,7	0,3	0,0	.
Azioni e altre partecipazioni			-1.363,4	-208,4	-477,6	-58,4	-0,6	-332,5
Azioni quotate			-772,7	-159,2	-33,6	-33,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			-590,7	-77,9	-21,2	-25,2	-0,6	.
Quote di fondi di investimento				28,7	-422,8			.
Riserve tecniche di assicurazione		0,0	0,6	0,4	0,0	-45,6	0,0	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		7,4	16,3	-92,4	-4,4	1,9	-17,2	-35,8
Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta [1]	33,4	-559,1	620,3	125,6	18,7	-40,9	-131,1	-25,4
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.000,6	22.857,5	22.590,0	9.601,6	6.423,9	6.894,9	13.482,7
Oro monetario e diritti speciali di prelievo (DSP)								
Banconote, monete e depositi			25,0	14.049,2	87,1	4,4	237,7	2.745,5
Titoli di debito a breve termine			289,1	410,7	95,9	0,6	658,2	278,5
Titoli di debito a lungo termine			450,4	2.727,0	1.643,2	25,9	4.442,8	2.526,6
Prestiti		5.385,1	7.326,7		1.621,6	178,7	1.186,3	2.884,8
di cui a lungo termine		5.071,5	5.037,0		782,7	66,3	1.022,9	.
Azioni e altre partecipazioni			11.939,9	3.029,8	5.987,6	611,3	3,0	4.589,3
Azioni quotate			4.198,3	856,9	228,6	244,2	0,0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni			7.741,5	1.016,3	945,6	366,4	3,0	.
Quote di fondi di investimento				1.156,6	4.813,4			.
Riserve tecniche di assicurazione		33,1	337,4	54,6	0,6	5.324,5	0,5	
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		582,4	2.489,0	2.318,8	165,5	278,5	366,4	458,0
Ricchezza finanziaria netta [1]	-1.339,1	11.227,6	-8.547,9	167,7	110,7	-230,6	-4.066,6	

Fonte: BCE.
1) Per il calcolo delle poste di saldo, cfr. le note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2004	2005	2006	2° trim. 2006-1° trim. 2007	3° trim. 2006-2° trim. 2007	4° trim. 2006-3° trim. 2007	1° trim. 2007-4° trim. 2007	2° trim. 2007-1° trim. 2008
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	3.779,8	3.889,7	4.046,4	4.089,8	4.132,2	4.172,5	4.222,4	4.267,7
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	121,4	129,5	128,8	131,2	133,4	134,1	135,5	135,2
Consumo di capitale fisso	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
Margine operativo lordo e reddito misto [1]	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
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	2.343,5	2.565,1	2.958,2	3.058,1	3.186,4	3.274,8	3.364,5	3.432,6
Interessi	1.246,1	1.336,9	1.618,5	1.699,7	1.781,6	1.857,9	1.937,7	1.999,1
Altri redditi da capitale	1.097,4	1.228,1	1.339,7	1.358,4	1.404,9	1.416,9	1.426,8	1.433,5
Reddito nazionale netto [1]	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	883,7	933,5	1.024,5	1.037,7	1.060,2	1.084,9	1.108,3	1.122,2
Contributi sociali	1.429,6	1.472,1	1.536,6	1.549,5	1.563,2	1.575,2	1.590,8	1.606,9
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.455,9	1.499,3	1.548,4	1.556,6	1.565,4	1.575,3	1.591,4	1.602,7
Altri trasferimenti correnti	685,2	707,7	714,1	718,8	725,6	729,2	737,0	744,8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	175,8	175,8	175,5	176,7	178,1	178,8	179,8	180,0
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Altro	333,0	355,0	363,0	365,0	369,1	371,5	377,5	385,0
Reddito netto disponibile [1]	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.091,0	6.329,2	6.588,9	6.645,6	6.700,6	6.759,8	6.825,9	6.893,2
Spese per consumi individuali	5.440,7	5.661,1	5.906,1	5.957,3	6.008,1	6.061,1	6.120,6	6.181,9
Spese per consumi collettivi	650,3	668,2	682,8	688,3	692,5	698,7	705,3	711,3
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	57,3	60,1	62,1	62,1	60,2	60,5	60,9	61,9
Risparmio netto [1]	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.611,4	1.707,9	1.849,7	1.891,9	1.923,1	1.952,9	1.986,0	2.006,8
Investimenti fissi lordi	1.602,1	1.696,5	1.826,2	1.871,2	1.904,5	1.932,8	1.960,7	1.978,8
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	9,3	11,4	23,4	20,6	18,6	20,0	25,3	28,0
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1,2	-0,1	0,5	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Trasferimenti in conto capitale	172,9	180,6	174,3	173,2	170,7	169,6	160,3	159,6
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Altri trasferimenti in conto capitale	143,0	156,2	152,0	150,2	147,3	145,5	136,3	136,0
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) [1]	51,8	2,8	-17,4	-3,8	11,2	27,6	29,9	17,0

Fonti: BCE e Eurostat.

1) Per il 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	2004	2005	2006	2° trim. 2006-1° trim. 2007	3° trim. 2006-2° trim. 2007	4° trim. 2006-3° trim. 2007	1° trim. 2007-4° trim. 2007	2° trim. 2007-1° trim. 2008
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.019,3	7.262,4	7.575,5	7.670,1	7.764,2	7.859,3	7.951,0	8.029,2
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	799,8	842,5	910,1	926,4	937,0	947,1	953,7	955,9
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) [2]	7.819,1	8.104,9	8.485,6	8.596,5	8.701,2	8.806,4	8.904,7	8.985,1
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	1.996,7	2.068,8	2.172,1	2.207,1	2.243,1	2.284,5	2.311,2	2.332,1
Redditi da lavoro dipendente	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	934,9	983,7	1.050,2	1.067,2	1.079,9	1.090,0	1.098,0	1.098,9
Redditi da capitale	2.318,0	2.557,2	2.952,9	3.052,4	3.176,9	3.266,9	3.361,0	3.429,4
Interessi	1.215,0	1.309,4	1.587,3	1.667,5	1.751,3	1.825,6	1.903,2	1.957,9
Altri redditi da capitale	1.102,9	1.247,8	1.365,6	1.384,9	1.425,6	1.441,3	1.457,9	1.471,5
Reddito nazionale netto								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	6.693,0	6.939,9	7.269,4	7.364,4	7.451,9	7.545,2	7.634,4	7.702,1
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	886,8	937,1	1.029,2	1.042,8	1.067,0	1.092,3	1.115,6	1.129,2
Contributi sociali	1.428,8	1.471,5	1.536,0	1.549,0	1.562,5	1.574,5	1.590,2	1.606,1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.448,4	1.491,7	1.540,5	1.548,4	1.557,0	1.566,6	1.582,7	1.593,7
Altri trasferimenti correnti	612,4	623,9	626,4	631,5	637,9	641,2	647,2	650,7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	176,4	176,9	175,6	177,1	178,4	178,9	179,7	179,8
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	173,6	174,5	173,0	174,3	175,9	176,6	177,5	177,6
Altro	262,3	272,5	277,7	280,1	283,6	285,7	290,1	293,3
Reddito netto disponibile								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	6.614,8	6.851,5	7.177,8	7.273,4	7.361,9	7.455,0	7.542,6	7.605,1
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	57,5	60,4	62,4	62,4	60,5	60,7	61,2	62,1
Risparmio netto								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	524,0	522,5	589,3	628,2	661,6	695,5	717,0	712,1
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.121,3	1.174,4	1.228,2	1.242,0	1.255,4	1.268,3	1.281,9	1.294,1
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	189,5	194,3	189,6	191,0	187,9	185,9	177,1	176,9
Imposte in conto capitale	29,9	24,4	22,3	22,9	23,4	24,1	24,0	23,7
Altri trasferimenti in conto capitale	159,6	169,9	167,3	168,1	164,5	161,9	153,1	153,3
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)								

Fonti: BCE e 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)

	2004	2005	2006	2° trim. 2006-1° trim. 2007	3° trim. 2006-2° trim. 2007	4° trim. 2006-3° trim. 2007	1° trim. 2007-4° trim. 2007	2° trim. 2007-1° trim. 2008
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	3.786,8	3.895,3	4.052,4	4.095,8	4.138,3	4.178,6	4.228,7	4.274,4
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.285,1	1.334,4	1.408,7	1.431,2	1.454,6	1.477,1	1.494,6	1.513,8
Interessi attivi (+)	230,7	228,3	263,7	272,8	281,3	289,9	300,2	307,5
Interessi passivi (-)	125,3	129,8	162,3	172,1	182,4	190,6	199,2	204,0
Altri redditi da capitali attivi (+)	651,5	697,9	740,5	745,8	758,3	761,6	766,4	767,2
Altri redditi da capitali passivi (-)	9,2	9,5	9,7	9,7	9,8	9,7	9,8	9,7
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	706,5	739,2	791,8	800,1	813,9	830,7	850,4	863,1
Contributi sociali netti (-)	1.425,9	1.468,1	1.532,5	1.545,3	1.559,0	1.570,9	1.586,6	1.602,6
Prestazioni sociali nette (+)	1.443,5	1.486,5	1.535,0	1.542,9	1.551,4	1.560,9	1.577,0	1.588,1
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	65,1	67,6	65,3	67,3	67,9	68,2	69,3	69,2
= Reddito lordo disponibile	5.195,7	5.363,3	5.569,2	5.628,6	5.686,8	5.734,4	5.790,1	5.840,7
Spese per consumi finali (-)	4.496,8	4.670,2	4.864,9	4.904,7	4.946,7	4.989,1	5.036,4	5.089,2
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	57,1	60,0	62,0	62,0	60,3	60,6	61,2	62,2
= Risparmio lordo	756,0	753,1	766,3	785,9	800,4	805,9	814,9	813,8
Consumo di capitale fisso (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	18,5	24,4	26,2	25,4	22,7	19,9	14,3	12,7
Altre variazioni nella ricchezza netta [1] (+)	301,6	542,9	508,7	420,1	643,6	259,2	-38,2	-776,6
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	525,7	559,3	614,6	630,5	641,5	648,1	652,7	654,4
Consumo di capitale fisso (-)	304,1	319,5	336,5	340,6	344,5	347,5	350,6	353,9
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	214,8	207,4	306,3	347,8	379,8	394,5	420,3	447,0
Banconote, monete e depositi	213,0	247,9	283,8	293,2	316,9	328,3	348,0	381,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-6,4	-20,2	0,7	25,7	44,7	44,4	43,5	41,3
Titoli di debito [2]	8,2	-20,3	21,8	28,9	18,2	21,9	28,8	23,7
Attività a lungo	343,6	432,8	328,7	281,8	237,8	194,5	178,8	107,9
Depositi	29,8	-8,4	5,1	-10,9	-22,7	-31,5	-34,6	-31,6
Titoli di debito	64,0	7,8	71,6	54,9	41,9	14,2	32,7	49,9
Azioni e altre partecipazioni	-2,6	139,4	-39,0	-44,3	-63,2	-59,1	-75,0	-143,6
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-10,5	67,3	-8,8	16,8	9,3	22,3	9,4	-26,9
Quote di fondi comuni di investimento	7,9	72,2	-30,2	-61,1	-72,5	-81,4	-84,4	-116,7
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	252,5	294,0	291,0	282,1	281,8	270,8	255,8	233,2
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	309,1	393,1	391,2	384,8	366,0	361,9	343,8	303,8
di cui da IFM dell'area dell'euro	280,8	372,8	348,3	340,1	317,4	303,2	283,1	249,7
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	255,9	478,0	475,2	383,2	599,7	232,9	-56,9	-723,9
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	49,2	102,9	56,8	39,2	65,9	32,1	14,8	-32,4
Flussi netti restanti (+)	-4,2	-66,9	-89,3	-66,3	-92,0	-55,3	-74,9	-99,5
= Variazioni nella ricchezza netta [1]	771,9	1.000,9	964,7	890,8	1.122,2	737,4	440,4	-304,1
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.275,6	4.493,6	4.754,1	4.831,2	4.970,9	5.017,6	5.206,7	5.363,6
Banconote, monete e depositi	3.926,0	4.176,7	4.456,5	4.497,3	4.613,3	4.653,9	4.844,7	4.935,1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	313,9	300,5	261,7	281,0	305,0	304,3	303,7	359,3
Titoli di debito [2]	35,6	16,4	35,8	52,9	52,6	59,4	58,2	69,1
Attività a lungo	9.775,0	10.800,9	11.690,6	11.903,1	12.016,4	11.842,3	11.771,6	11.148,2
Depositi	865,9	910,7	918,4	893,1	882,9	880,3	851,0	815,7
Titoli di debito	1.251,0	1.224,4	1.283,0	1.293,8	1.258,9	1.263,3	1.291,3	1.320,0
Azioni e altre partecipazioni	3.804,6	4.415,3	4.891,0	5.041,1	5.110,4	4.886,8	4.760,7	4.136,7
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	2.644,4	3.105,4	3.520,7	3.673,7	3.733,5	3.547,9	3.457,3	3.009,6
Quote di fondi di investimento	1.160,3	1.309,9	1.370,3	1.367,4	1.377,0	1.338,9	1.303,3	1.127,1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	3.853,5	4.250,4	4.598,1	4.675,0	4.764,2	4.811,9	4.868,7	4.875,8
Restanti attività finanziarie (+)	249,1	187,0	142,0	153,1	158,1	155,8	112,8	100,9
Passività (-)								
Prestiti	4.245,8	4.651,9	5.037,4	5.100,4	5.190,8	5.265,5	5.345,7	5.385,1
di cui da IFM dell'area dell'euro	3.812,5	4.210,4	4.559,5	4.629,0	4.708,9	4.769,8	4.827,8	4.861,6
= Ricchezza finanziaria netta	10.053,9	10.829,6	11.549,3	11.787,0	11.954,6	11.750,2	11.745,4	11.227,6

Fonti: BCE e Eurostat.

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

2) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (ad esempio, Poste o Tesoro) verso le famiglie, incluse in M3 (cfr. Glossario).

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro, flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2004	2005	2006	2° trim. 2006-1° trim. 2007	3° trim. 2006-2° trim. 2007	4° trim. 2006-3° trim. 2007	1° trim. 2007-4° trim. 2007	2° trim. 2007-1° trim. 2008
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	3.996,0	4.136,2	4.318,5	4.377,4	4.436,7	4.494,3	4.546,8	4.589,4
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.386,2	2.456,3	2.558,6	2.587,0	2.617,9	2.646,2	2.678,6	2.710,1
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	64,5	72,4	74,8	77,3	79,5	80,4	80,7	80,8
= **Margine operativo lordo** (+)	1.545,3	1.607,6	1.685,1	1.713,0	1.739,3	1.767,7	1.787,5	1.798,4
Consumo di capitale fisso (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
= **Margine operativo netto** (+)	913,0	945,7	995,5	1.015,9	1.034,9	1.055,7	1.067,4	1.071,1
Redditi da capitale attivi (+)	363,8	430,4	482,4	491,3	513,3	522,4	534,6	546,5
Interessi attivi	122,7	134,2	158,4	164,4	170,7	176,2	181,2	185,1
Altri redditi da capitale	241,1	296,2	324,0	326,9	342,6	346,2	353,4	361,4
Interest and rents payable (-)	227,6	235,4	281,1	295,5	309,3	320,7	333,0	342,2
= **Reddito lordo di impresa** (+)	1.049,2	1.140,7	1.196,8	1.211,7	1.238,9	1.257,4	1.269,0	1.275,5
Utili distribuiti (-)	753,2	843,5	913,8	918,4	938,8	943,4	945,2	952,6
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	136,1	148,8	183,5	187,4	194,1	201,5	205,3	206,3
Contributi sociali da riscuotere (+)	73,6	72,6	77,3	77,0	73,8	72,1	71,3	70,5
Prestazioni sociali da erogare (-)	60,5	60,5	62,7	63,0	62,9	63,2	63,3	63,6
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	63,3	63,9	63,3	63,1	60,9	59,5	60,1	59,8
= **Risparmio netto**	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	215,9	246,6	290,6	304,4	315,3	326,6	344,1	352,2
Investimenti fissi lordi (+)	842,8	896,9	959,7	984,7	1.005,5	1.023,3	1.043,0	1.054,3
Consumo di capitale fisso (-)	632,3	661,9	689,6	697,1	704,4	712,0	720,1	727,3
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	5,3	11,6	20,6	16,7	14,2	15,3	21,2	25,2
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	103,1	127,1	153,8	186,1	202,9	176,4	174,3	161,6
Banconote, monete e depositi	88,9	112,9	144,5	163,1	163,4	157,6	148,3	116,2
Partecipazioni in fondi comuni monetari	16,5	8,6	3,7	19,7	23,5	-9,2	-18,8	-10,8
Titoli di debito	-2,3	5,6	5,6	3,4	16,0	28,0	44,9	56,1
Attività a lungo	210,6	382,9	383,1	388,7	417,8	450,0	442,5	424,0
Depositi	3,1	35,5	23,2	28,0	38,8	24,0	21,2	-5,7
Titoli di debito	-52,9	-32,1	-22,1	-29,2	-44,0	-46,1	-70,7	-85,7
Azioni e altre partecipazioni	179,7	239,0	201,5	195,1	210,4	242,7	290,0	347,3
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	80,6	140,6	180,5	194,8	212,5	229,4	202,2	168,0
Restanti attività nette (+)	75,7	89,4	207,3	176,2	162,8	207,6	205,2	185,4
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	230,2	422,6	688,7	677,0	709,9	764,1	792,0	787,6
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	172,4	278,0	449,8	444,8	484,2	522,4	559,5	591,3
di cui titoli di debito	7,1	11,5	39,2	38,7	54,1	37,9	48,4	51,6
Azioni e altre partecipazioni	201,4	266,7	225,5	248,1	257,3	258,3	235,3	197,4
Azioni quotate	11,7	100,6	39,6	58,9	77,0	82,7	45,0	23,7
Azioni non quotate e altre partecipazioni	189,7	166,1	185,9	189,2	180,3	175,6	190,3	173,7
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	64,1	60,1	69,9	73,4	73,4	74,0	73,3	75,4
= **Risparmio netto**	109,7	96,6	50,8	56,8	55,9	61,9	66,4	63,7
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.376,1	1.508,2	1.651,1	1.689,5	1.741,6	1.756,8	1.823,8	1.839,5
Banconote, monete e depositi	1.102,6	1.220,7	1.356,8	1.364,7	1.405,0	1.429,0	1.499,7	1.478,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163,7	176,3	185,9	204,2	205,2	185,8	162,3	183,7
Titoli di debito [1]	109,8	111,3	108,4	120,7	131,4	142,0	161,8	177,0
Attività a lungo	7.219,6	8.214,4	9.430,4	9.791,3	10.165,3	10.087,0	10.173,7	9.533,4
Depositi	141,0	191,1	216,5	268,1	277,5	268,2	267,7	257,0
Titoli di debito	330,7	282,9	260,2	237,6	228,4	197,1	180,9	168,0
Azioni e altre partecipazioni	5.209,7	6.061,2	7.078,4	7.325,4	7.641,7	7.557,5	7.612,0	6.981,2
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	1.538,1	1.679,1	1.875,3	1.960,1	2.017,6	2.064,2	2.113,1	2.127,3
Restanti attività nette	209,7	256,6	353,4	423,0	405,3	413,7	424,5	472,7
Passività								
Debito	6.340,0	6.809,0	7.472,3	7.634,4	7.890,6	8.047,1	8.239,0	8.403,7
di cui prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.160,8	3.433,0	3.872,5	3.971,7	4.122,6	4.247,9	4.407,7	4.545,8
di cui titoli di debito	650,5	669,3	690,2	695,8	731,9	719,5	729,2	739,5
Azioni e altre partecipazioni	9.249,0	10.586,4	12.273,8	12.728,8	13.359,1	13.191,7	13.261,9	11.939,9
Azioni quotate	2.988,6	3.682,9	4.454,4	4.689,0	5.065,4	4.982,9	4.972,8	4.198,3
Azioni non quotate e altre partecipazioni	6.260,4	6.903,5	7.819,4	8.039,8	8.293,8	8.208,8	8.289,1	7.741,5

Fonti: BCE e 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)

	2004	2005	2006	2° trim. 2006-1° trim. 2007	3° trim. 2006-2° trim. 2007	4° trim. 2006-3° trim. 2007	1° trim. 2007-4° trim. 2007	2° trim. 2007-1° trim. 2008
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)	39,8	26,1	51,5	69,8	56,6	49,6	41,8	61,4
Attività a breve	13,2	7,2	12,4	18,0	2,4	8,9	7,8	32,5
Banconote, monete e depositi	2,7	0,4	3,7	7,1	3,6	0,3	0,0	9,8
Partecipazioni in fondi comuni monetari	23,8	18,5	35,4	44,7	50,6	40,4	34,1	19,1
Titoli di debito [1]	220,6	285,5	321,4	289,0	282,8	264,1	240,5	231,0
Attività a lungo	37,5	17,4	66,0	71,7	68,5	67,1	53,5	30,9
Depositi	131,6	131,0	121,4	141,4	154,8	156,8	137,4	113,1
Titoli di debito	6,3	-2,5	-1,0	-18,1	-16,6	-22,5	-16,9	17,5
Prestiti	12,8	32,2	22,0	15,7	7,0	5,7	6,7	16,8
Azioni quotate	2,0	21,2	29,0	18,3	18,3	21,6	20,9	30,5
Azioni non quotate e altre partecipazioni	30,5	86,2	83,9	60,0	50,7	35,2	38,8	22,3
Quote di fondi comuni di investimento	9,0	15,1	21,4	28,2	27,5	33,1	1,2	-29,1
Restanti attività finanziarie (+)								
Investimento finanziario: principali componenti (-)	-1,7	-0,4	5,2	5,0	3,9	3,3	1,4	1,2
Titoli di debito	4,7	19,2	31,1	18,0	23,3	20,7	8,0	12,6
Prestiti	13,6	9,4	8,1	10,8	12,4	10,5	11,7	11,5
Azioni e altre partecipazioni	262,6	336,5	337,6	334,8	338,6	323,7	302,6	273,2
Riserve tecniche di assicurazione	231,0	293,6	288,2	279,8	282,9	277,6	266,1	243,7
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione								
Riserve premi e riserve sinistri	31,6	42,9	49,4	55,0	55,7	46,1	36,5	29,4
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	-9,8	-38,0	12,3	18,3	-11,3	-11,4	-40,3	-35,3
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	110,0	179,7	164,4	119,1	238,0	129,6	14,0	-166,2
Altre attività nette	141,8	72,0	-40,0	-50,3	-71,0	-107,9	-51,7	-15,8
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	21,2	122,0	45,9	32,9	96,7	14,8	-22,5	-93,0
Riserve tecniche di assicurazione	84,3	135,7	57,4	44,2	71,6	35,6	27,5	-24,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	64,4	144,1	58,2	42,8	69,3	35,1	13,4	-36,8
Riserve premi e riserve sinistri	19,9	-8,4	-0,8	1,4	2,2	0,5	14,1	12,3
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	146,3	-6,1	21,1	-8,3	-1,3	-28,6	-42,7	-64,6
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	401,8	432,6	485,1	508,5	514,6	519,1	523,0	569,1
Banconote, monete e depositi	133,6	142,7	154,6	155,9	144,4	154,0	163,2	190,9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	72,2	74,3	80,4	82,8	84,3	81,0	78,2	87,2
Titoli di debito [1]	195,9	215,6	250,1	269,9	285,9	284,1	281,6	291,0
Attività a lungo	4.106,9	4.604,8	5.030,2	5.115,3	5.211,9	5.236,3	5.232,7	5.148,4
Depositi	499,6	520,3	586,8	612,1	626,4	638,4	636,2	639,0
Titoli di debito	1.622,0	1.778,7	1.846,3	1.881,6	1.889,4	1.929,5	1.939,7	1.966,9
Prestiti	363,6	366,5	360,8	344,9	346,6	342,9	337,8	357,3
Azioni quotate	595,4	727,8	831,3	850,5	877,0	864,2	846,2	779,0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	334,9	375,9	443,3	443,7	461,8	454,3	467,3	439,9
Quote di fondi comuni di investimento	691,4	835,7	961,8	982,4	1.010,9	1.007,0	1.005,4	966,5
Restanti attività finanziarie (+)	128,2	170,7	208,6	208,4	206,0	204,1	210,6	192,8
Passività (-)								
Titoli di debito	22,3	21,3	26,7	27,3	26,6	26,4	27,4	26,5
Prestiti	120,2	132,9	160,7	167,0	177,8	183,3	166,1	178,7
Azioni e altre partecipazioni	491,7	623,1	677,2	692,9	720,1	685,9	666,4	611,3
Riserve tecniche di assicurazione	4.110,9	4.583,1	4.978,1	5.075,9	5.175,5	5.234,4	5.308,2	5.324,5
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	3.478,5	3.916,1	4.262,5	4.342,0	4.434,0	4.487,3	4.542,0	4.548,9
Riserve premi e riserve sinistri	632,5	667,0	715,7	733,8	741,5	747,1	766,2	775,6
= Ricchezza finanziaria netta	-108,2	-152,3	-118,9	-130,8	-167,5	-170,6	-201,9	-230,6

Fonte: BCE.

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

4

MERCATI FINANZIARI

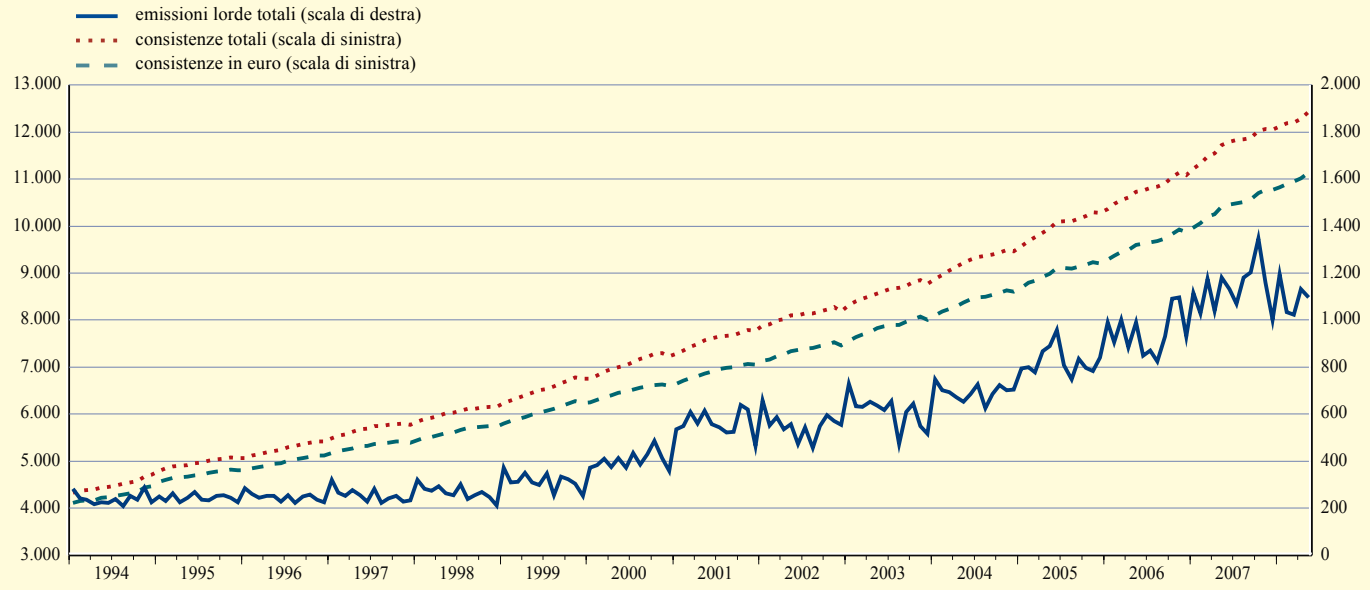
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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								
				In euro			In tutte le valute					
											Dati destagionalizzati [2]	
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	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											
2007 mag.	12.405,2	1.217,3	209,4	10.414,7	1.116,1	157,6	11.723,6	1.179,8	178,2	8,9	132,6	9,6
giu.	12.536,9	1.222,2	131,6	10.461,4	1.071,4	46,6	11.786,8	1.131,1	60,5	9,2	54,4	9,6
lug.	12.539,4	1.076,6	1,4	10.488,9	1.004,7	26,6	11.829,0	1.068,7	44,4	9,1	60,1	9,3
ago.	12.567,4	1.184,1	28,2	10.514,8	1.131,9	26,1	11.849,3	1.181,8	26,1	9,1	83,0	9,0
set.	12.657,9	1.243,6	88,8	10.570,2	1.154,0	53,8	11.876,9	1.201,8	44,1	9,0	55,4	8,0
ott.	12.767,8	1.350,4	108,7	10.701,0	1.278,9	129,8	12.023,5	1.348,0	147,3	9,1	131,5	9,2
nov.	12.857,2	1.176,4	87,6	10.772,6	1.108,1	69,6	12.068,7	1.160,2	64,4	8,6	48,2	7,6
dic.	12.883,4	1.039,6	29,2	10.769,8	958,1	0,2	12.050,0	1.001,1	-17,2	9,0	107,0	8,5
2008 gen.	12.917,4	1.199,4	38,0	10.824,4	1.130,0	58,7	12.118,4	1.195,5	68,1	8,5	20,2	7,7
feb.	12.999,9	1.024,7	82,6	10.897,0	966,2	72,8	12.179,3	1.034,1	75,8	8,0	42,8	7,0
mar.	13.106,0	1.070,4	106,1	10.944,4	966,4	47,3	12.196,9	1.021,7	44,9	7,1	7,0	6,1
apr.	.	.	.	11.010,8	1.067,2	66,5	12.276,1	1.132,0	78,4	7,1	67,3	4,9
mag.	.	.	.	11.138,3	1.023,2	127,3	12.426,9	1.096,5	141,5	6,7	93,5	5,7
	A lungo termine											
2007 mag.	11.269,7	266,7	185,1	9.407,6	199,7	134,4	10.533,1	226,2	149,4	9,0	105,7	9,1
giu.	11.371,2	261,1	100,1	9.474,3	193,2	65,3	10.615,5	219,9	78,7	8,9	48,5	8,8
lug.	11.396,1	199,0	24,6	9.484,2	162,9	9,6	10.637,4	188,9	23,7	8,8	45,0	8,3
ago.	11.390,1	103,2	-6,6	9.477,1	87,3	-7,6	10.635,2	104,5	-2,7	8,5	50,2	7,6
set.	11.413,3	157,5	21,9	9.492,4	132,2	14,0	10.623,8	146,6	12,8	8,0	8,2	6,1
ott.	11.490,6	236,9	78,4	9.556,7	200,7	65,6	10.686,6	225,1	72,6	7,7	81,2	6,6
nov.	11.571,7	175,3	79,4	9.617,5	141,7	59,0	10.729,2	156,6	55,8	7,1	36,2	5,2
dic.	11.628,6	197,9	57,5	9.665,4	163,9	48,6	10.764,1	175,2	37,3	7,4	81,7	5,8
2008 gen.	11.627,8	194,3	2,5	9.658,6	166,1	-3,5	10.761,3	189,7	1,5	6,7	11,8	5,2
feb.	11.674,9	181,7	47,0	9.707,8	162,4	49,2	10.803,6	186,5	51,3	6,1	27,6	4,7
mar.	11.710,9	178,5	36,3	9.733,6	144,0	25,9	10.802,2	158,9	22,5	5,3	-1,7	4,5
apr.	.	.	.	9.797,3	206,9	63,9	10.875,8	224,6	69,1	5,5	79,6	4,5
mag.	.	.	.	9.899,5	222,8	102,2	10.986,2	244,2	108,9	5,1	61,7	4,9

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 il 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					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2006	11.088	4.573	1.167	625	4.419	304	11.365	8.396	429	1.114	1.341	85
2007	12.050	5.054	1.476	674	4.531	315	13.630	10.088	552	1.457	1.453	79
2007 2° trim.	11.787	4.879	1.314	674	4.612	308	3.351	2.369	123	453	389	17
3° trim.	11.877	4.960	1.346	664	4.597	310	3.452	2.604	91	393	346	18
4° trim.	12.050	5.054	1.476	674	4.531	315	3.509	2.663	196	328	302	21
2008 1° trim.	12.197	5.095	1.495	678	4.616	313	3.251	2.358	72	316	478	27
2008 feb.	12.179	5.107	1.484	684	4.591	314	1.034	744	33	101	148	8
mar.	12.197	5.095	1.495	678	4.616	313	1.022	727	31	107	149	7
apr.	12.276	5.126	1.521	681	4.636	313	1.132	782	43	121	181	6
mag.	12.427	5.228	1.539	694	4.650	316	1.097	801	32	120	135	9
	A breve termine											
2006	1.014	575	16	89	330	4	9.196	7.392	63	1.023	688	31
2007	1.286	787	19	117	357	6	11.349	9.052	65	1.361	832	38
2007 2° trim.	1.171	632	12	115	407	5	2.727	2.081	14	412	210	9
3° trim.	1.253	715	10	112	410	6	3.012	2.406	11	377	207	11
4° trim.	1.286	787	19	117	357	6	2.953	2.427	22	302	192	9
2008 1° trim.	1.395	817	32	128	411	6	2.716	2.100	22	305	278	12
2008 feb.	1.376	818	31	127	392	7	848	649	15	98	82	4
mar.	1.395	817	32	128	411	6	863	659	3	103	95	3
apr.	1.400	817	32	128	417	7	907	680	3	113	107	4
mag.	1.441	857	32	130	414	8	852	667	3	103	73	6
	A lungo termine [1]											
2006	10.075	3.998	1.151	536	4.089	301	2.169	1.004	366	91	654	54
2007	10.764	4.267	1.457	557	4.174	309	2.281	1.036	486	96	621	42
2007 2° trim.	10.615	4.247	1.302	558	4.205	304	624	288	108	41	179	8
3° trim.	10.624	4.245	1.335	552	4.188	304	440	199	79	16	138	8
4° trim.	10.764	4.267	1.457	557	4.174	309	557	236	174	26	110	11
2008 1° trim.	10.802	4.278	1.463	550	4.205	306	535	258	50	11	200	16
2008 feb.	10.804	4.289	1.452	557	4.199	306	187	95	17	4	66	5
mar.	10.802	4.278	1.463	550	4.205	306	159	69	28	4	54	4
apr.	10.876	4.309	1.490	553	4.219	306	225	102	39	8	74	2
mag.	10.986	4.371	1.507	564	4.236	308	244	134	28	17	62	4
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2006	7.058	2.136	545	410	3.731	237	1.294	475	144	57	578	39
2007	7.323	2.274	589	422	3.788	250	1.285	532	117	61	540	36
2007 2° trim.	7.318	2.256	584	423	3.811	244	340	132	29	25	147	7
3° trim.	7.313	2.254	591	415	3.806	246	263	100	25	8	123	7
4° trim.	7.323	2.274	589	422	3.788	250	278	128	23	19	99	8
2008 1° trim.	7.301	2.271	583	413	3.789	246	330	130	13	8	168	10
2008 feb.	7.321	2.282	584	419	3.791	245	120	52	5	3	58	3
mar.	7.301	2.271	583	413	3.789	246	87	30	6	3	44	3
apr.	7.345	2.291	588	416	3.805	245	143	58	10	7	67	1
mag.	7.418	2.321	591	427	3.832	247	143	63	8	15	54	3
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2006	2.596	1.512	595	113	312	64	720	408	217	31	49	15
2007	2.986	1.615	850	124	338	58	823	373	360	33	51	6
2007 2° trim.	2.836	1.608	705	123	341	59	230	112	78	16	23	1
3° trim.	2.856	1.610	728	125	336	57	139	72	52	7	8	1
4° trim.	2.986	1.615	850	124	338	58	241	75	148	7	8	3
2008 1° trim.	3.029	1.627	859	126	357	60	158	96	33	3	20	5
2008 feb.	3.013	1.626	848	126	351	62	54	35	10	1	5	1
mar.	3.029	1.627	859	126	357	60	58	29	21	1	7	1
apr.	3.058	1.642	880	126	350	60	70	37	28	1	3	1
mag.	3.104	1.671	891	127	355	60	88	62	18	1	5	1

Fonte: BCE.

1) 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

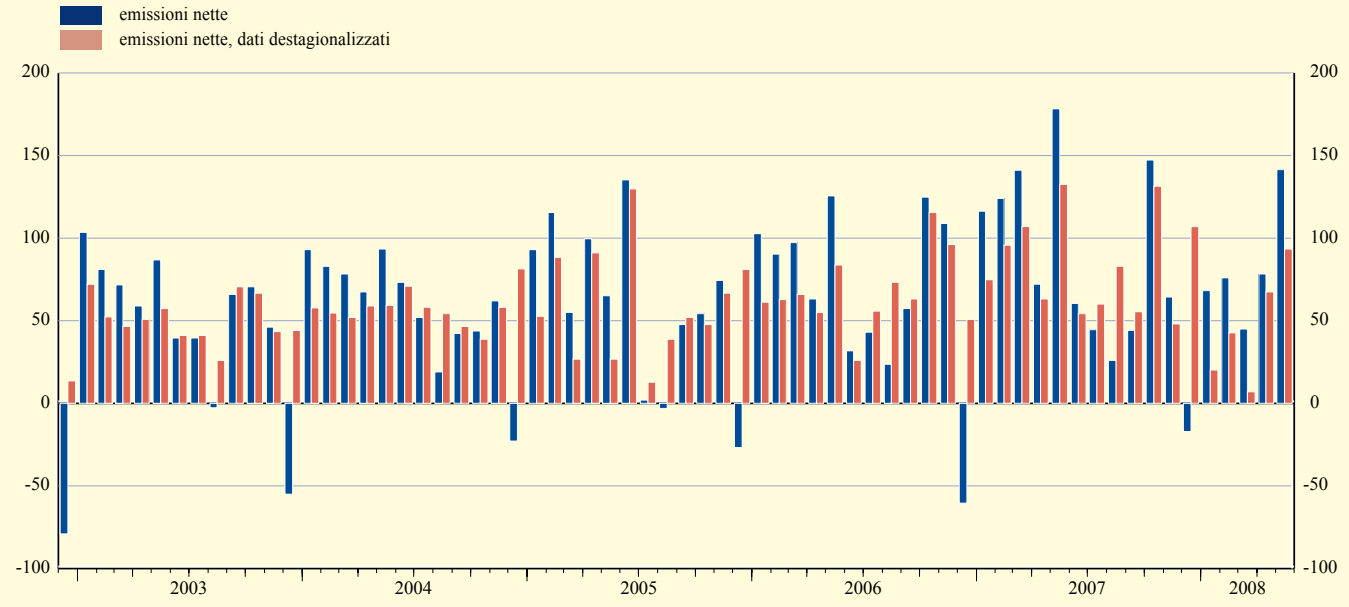
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2006	807,6	422,3	243,5	29,4	90,1	22,3	809,3	427,8	239,8	29,5	89,8	22,3
2007	1.001,5	484,9	330,6	54,6	120,4	10,9	1.012,7	495,2	326,0	57,2	123,2	10,9
2007 2° trim.	310,8	105,9	56,2	37,0	111,8	-0,1	250,2	114,2	42,9	29,0	65,0	-0,9
3° trim.	114,6	95,2	36,3	-7,7	-11,5	2,2	198,6	120,8	64,3	-0,8	8,1	6,2
4° trim.	194,4	95,7	144,3	12,6	-63,0	4,9	286,6	137,0	107,6	18,5	20,6	2,9
2008 1° trim.	188,8	69,0	25,3	7,5	88,9	-1,9	70,0	-9,1	46,2	2,9	33,2	-3,2
2008 feb.	75,8	14,2	18,7	0,0	44,0	-1,1	42,8	-12,4	18,4	-1,4	40,0	-1,9
mar.	44,9	6,0	14,9	-3,4	28,0	-0,6	7,0	-13,0	12,2	-5,4	13,6	-0,3
apr.	78,4	32,3	25,2	2,4	18,9	-0,4	67,3	17,8	34,8	-2,2	16,9	0,0
mag.	141,5	93,1	17,2	13,4	13,9	3,8	93,5	89,9	11,7	7,1	-19,8	4,5
	A lungo termine											
2006	756,2	347,4	237,2	27,0	121,4	23,2	756,2	349,3	233,8	26,8	123,2	23,2
2007	740,2	285,3	327,4	27,4	92,0	8,0	737,7	287,1	323,0	27,3	92,4	7,9
2007 2° trim.	272,9	101,2	59,2	23,0	90,1	-0,6	207,1	97,0	45,8	16,6	49,0	-1,3
3° trim.	33,8	14,1	37,9	-4,4	-14,2	0,4	103,4	27,8	66,3	-1,9	6,9	4,2
4° trim.	165,8	28,5	135,4	8,0	-11,0	4,9	199,1	54,8	99,0	5,4	37,1	2,8
2008 1° trim.	75,3	34,4	12,8	-4,1	34,2	-2,0	37,7	-1,7	33,3	2,5	6,8	-3,2
2008 feb.	51,3	15,0	5,8	-0,6	32,3	-1,2	27,6	-8,4	5,1	1,1	31,5	-1,8
mar.	22,5	4,1	14,6	-4,8	8,5	0,1	-1,7	-11,4	12,6	-4,6	1,9	-0,1
apr.	69,1	28,6	25,3	2,8	13,0	-0,7	79,6	28,7	35,4	2,7	12,9	-0,2
mag.	108,9	61,0	16,9	11,3	17,4	2,4	61,7	50,9	10,7	8,0	-11,0	3,2

F16 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

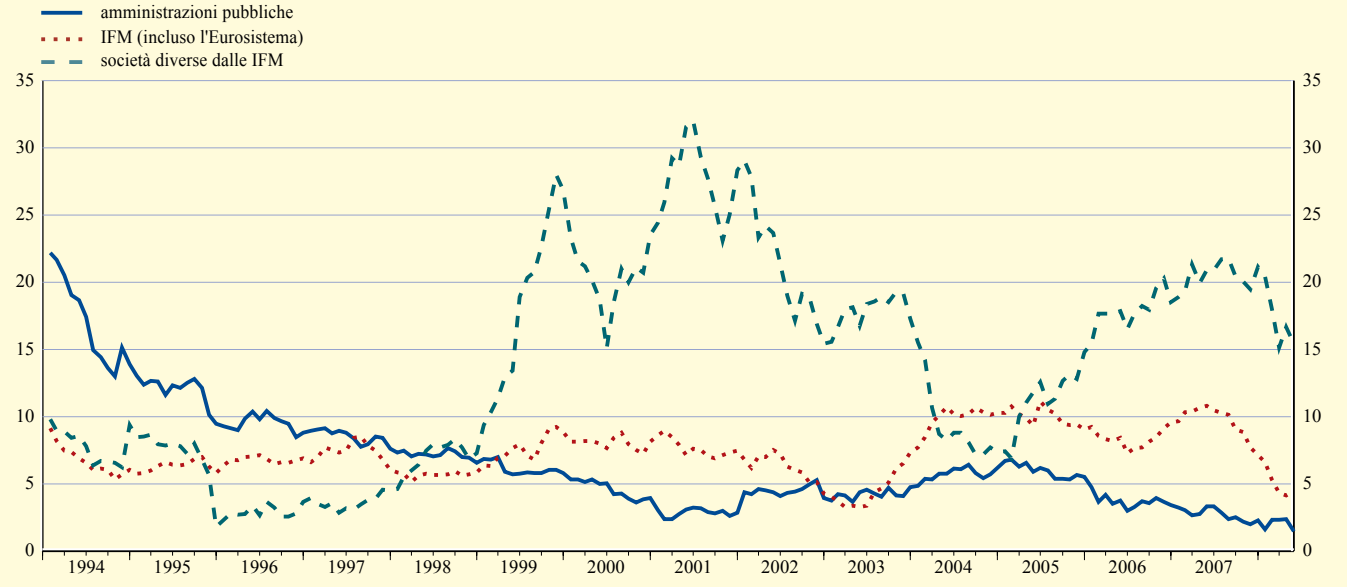
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2007 mag.	8,9	10,5	29,3	6,0	3,5	4,9	9,6	11,5	28,9	8,5	3,7	3,1
giu.	9,2	10,8	27,9	8,2	3,8	3,2	9,6	10,5	28,6	13,0	4,3	1,2
lug.	9,1	10,8	28,5	10,0	3,3	2,5	9,3	9,6	28,9	15,5	3,8	0,7
ago.	9,1	11,0	28,6	9,5	3,1	2,5	9,0	9,8	26,2	11,6	3,8	3,1
set.	9,0	10,9	27,0	8,0	3,2	4,2	8,0	10,1	17,8	9,0	3,3	3,5
ott.	9,1	11,0	26,9	8,8	3,0	5,4	9,2	11,1	25,6	9,7	3,0	5,4
nov.	8,6	10,4	25,6	8,9	2,7	4,2	7,6	9,4	22,3	9,2	1,6	5,4
dic.	9,0	10,6	28,5	8,7	2,7	3,6	8,5	10,9	28,3	5,4	1,3	6,1
2008 gen.	8,5	10,0	27,1	10,5	2,2	3,1	7,7	10,3	25,3	6,1	0,6	5,4
feb.	8,0	8,7	24,5	9,8	2,9	2,8	7,0	7,5	22,8	8,2	2,1	2,4
mar.	7,1	7,7	21,0	7,8	2,8	1,7	6,1	5,2	24,1	6,5	2,4	-0,2
apr.	7,1	7,2	23,2	6,6	2,9	1,1	4,9	3,4	20,8	3,3	2,8	-3,1
mag.	6,7	7,9	21,2	6,5	1,6	2,9	5,7	6,2	20,0	3,5	1,6	0,5
	A lungo termine											
2007 mag.	9,0	10,8	29,8	4,1	3,2	5,1	9,1	11,1	30,0	6,2	2,5	2,7
giu.	8,9	10,5	28,5	6,2	3,3	3,4	8,8	10,4	29,8	9,1	2,4	0,6
lug.	8,8	10,3	29,2	7,0	2,9	2,7	8,3	9,2	30,3	8,1	2,1	0,5
ago.	8,5	10,1	29,3	6,6	2,4	2,7	7,6	8,0	27,4	7,2	2,1	2,8
set.	8,0	9,0	27,9	5,6	2,4	3,5	6,1	6,1	18,9	5,5	2,7	2,0
ott.	7,7	8,8	27,1	5,5	2,0	4,6	6,6	5,9	25,4	5,2	2,4	3,7
nov.	7,1	7,7	25,8	6,0	1,9	3,1	5,2	4,3	21,6	5,7	1,3	3,5
dic.	7,4	7,1	28,6	5,1	2,3	2,7	5,8	4,0	27,4	1,3	2,1	4,8
2008 gen.	6,7	6,6	27,2	5,8	1,6	2,2	5,2	4,0	24,2	3,6	1,0	3,7
feb.	6,1	5,3	23,4	5,7	2,3	1,9	4,7	2,6	19,5	4,2	2,6	0,9
mar.	5,3	4,3	19,9	4,2	2,4	0,9	4,5	2,5	20,7	2,9	2,1	-0,2
apr.	5,5	4,1	22,1	4,3	2,5	0,4	4,5	2,4	18,9	3,3	2,6	-2,8
mag.	5,1	4,5	19,8	5,1	1,4	1,8	4,9	4,6	17,9	4,4	1,5	0,2

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 il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

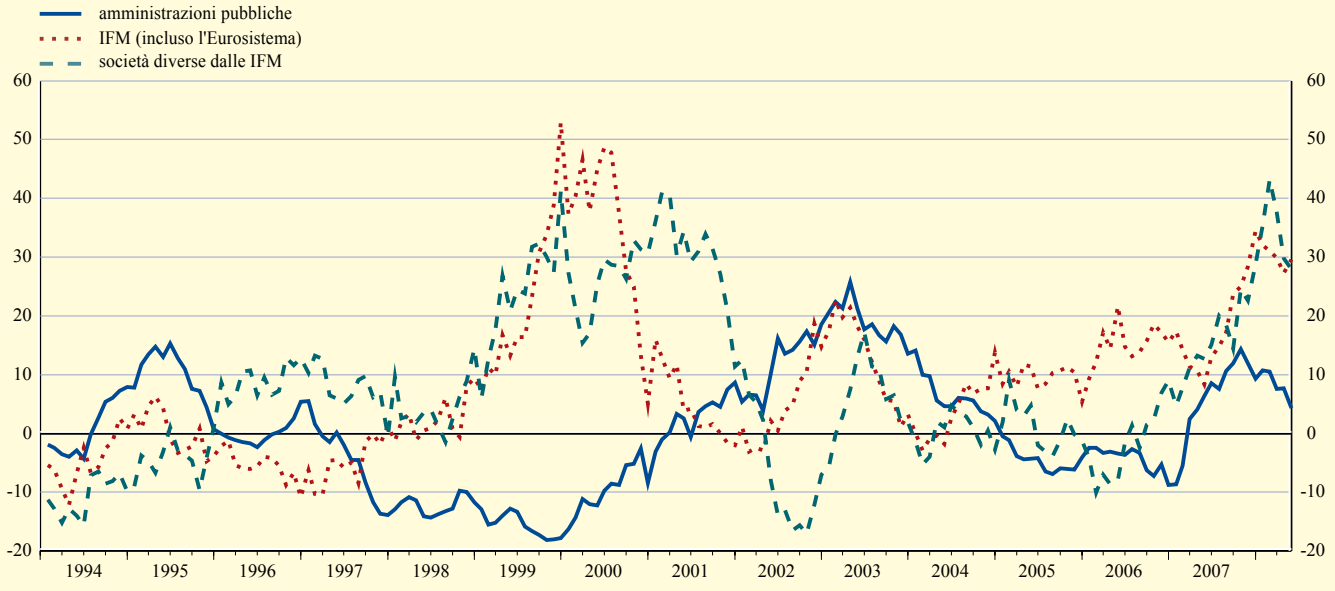
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2006	4,5	4,7	14,0	0,4	3,2	13,5	16,1	11,9	40,2	25,7	5,0	4,3
2007	5,1	7,1	17,4	3,5	2,4	6,6	15,7	11,1	37,9	18,5	3,8	-1,7
2007 2° trim.	5,5	7,5	19,5	2,7	2,7	7,5	16,5	12,1	38,0	18,9	5,1	-0,2
3° trim.	5,3	8,0	17,1	4,3	2,3	4,9	16,3	11,1	39,9	19,8	4,4	-4,7
4° trim.	4,5	6,7	13,1	4,4	1,8	6,3	15,1	9,0	39,5	14,5	4,8	-6,5
2008 1° trim.	3,3	5,3	8,4	4,1	1,3	3,3	14,3	6,0	38,8	12,5	11,4	-3,2
2007 dic.	4,3	6,8	11,1	4,3	1,7	5,7	15,4	7,2	43,6	10,9	8,3	-8,7
2008 gen.	3,3	6,0	10,1	4,5	0,7	3,9	15,4	6,7	42,0	13,2	11,6	-4,5
feb.	3,1	4,8	6,7	4,4	1,5	2,4	13,8	5,3	37,5	12,9	12,2	-0,1
mar.	2,5	3,5	5,6	2,7	1,5	1,4	12,2	4,7	31,0	12,3	12,3	-1,1
apr.	2,6	3,7	5,0	3,5	1,7	0,8	12,5	4,6	36,1	9,4	7,2	-1,2
mag.	2,6	4,6	4,3	5,1	1,0	1,7	12,0	5,4	31,6	8,1	6,9	1,8
	Euro											
2006	3,8	3,1	11,5	-0,4	3,2	13,7	14,9	10,1	36,7	28,0	5,2	3,5
2007	4,5	6,4	14,1	1,9	2,7	6,7	15,1	10,2	35,6	18,3	3,9	-2,4
2007 2° trim.	4,8	6,8	15,9	0,8	2,9	7,3	15,7	11,2	35,5	19,4	5,2	-0,8
3° trim.	4,6	7,1	14,0	2,9	2,5	5,1	15,7	10,3	38,1	18,9	4,5	-5,6
4° trim.	4,0	6,2	10,9	2,9	2,1	6,6	14,9	8,7	38,0	13,3	4,9	-7,1
2008 1° trim.	2,9	4,9	7,1	2,8	1,5	3,5	14,9	5,8	39,3	11,7	11,7	-4,0
2007 dic.	3,8	6,3	9,3	3,1	1,9	6,1	15,9	7,0	43,6	9,9	8,6	-8,8
2008 gen.	2,9	5,4	8,7	3,3	0,9	4,2	16,0	6,6	42,1	12,3	11,9	-4,8
feb.	2,8	4,5	5,8	3,2	1,7	2,5	14,5	5,2	38,2	12,0	12,5	-1,3
mar.	2,3	3,1	4,5	1,0	1,7	1,4	12,8	4,4	32,1	11,8	12,9	-2,7
apr.	2,4	3,4	4,0	1,8	1,9	0,8	13,6	4,9	37,8	8,8	7,6	-2,6
mag.	2,3	4,3	3,8	3,5	1,1	1,7	13,3	6,3	32,9	7,8	7,3	0,5

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) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

(miliardi di euro; salvo diversa indicazione; valori di mercato)

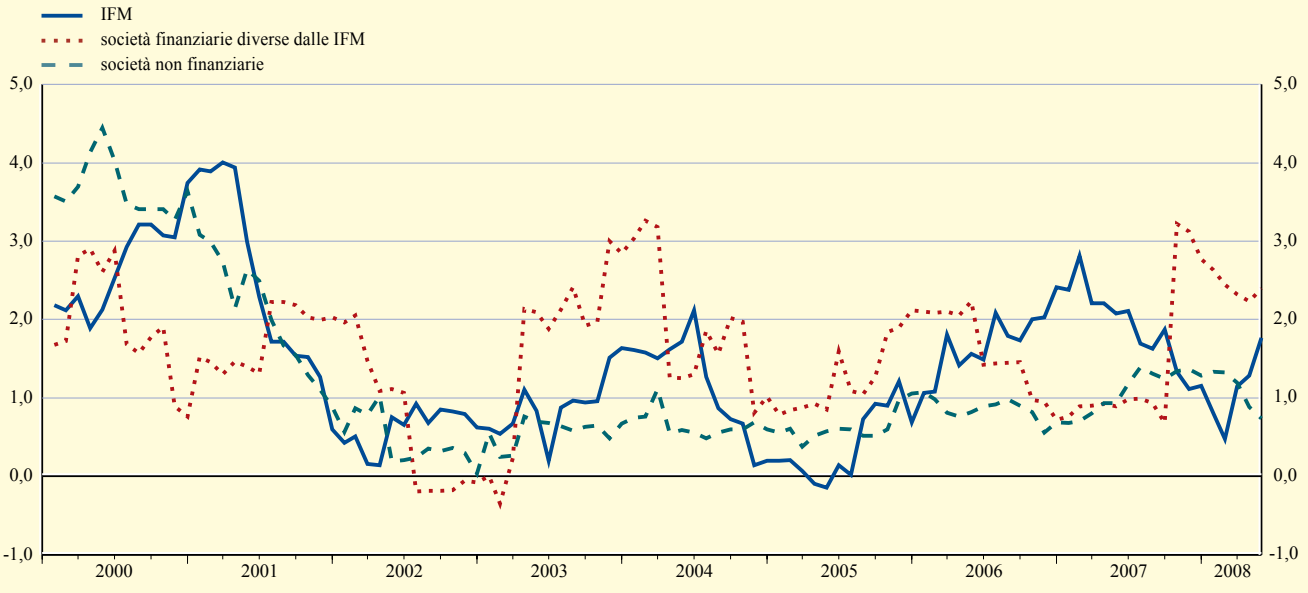
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 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
2006 mag.	5.396,4	103,1	1,1	901,3	1,6	543,6	2,2	3.951,4	0,8
giu.	5.408,2	103,3	1,0	909,8	1,5	539,7	1,4	3.958,7	0,9
lug.	5.405,1	103,4	1,2	923,0	2,1	553,7	1,4	3.928,3	0,9
ago.	5.586,9	103,4	1,2	963,8	1,8	604,6	1,4	4.018,5	1,0
set.	5.728,5	103,5	1,1	991,8	1,7	616,7	1,5	4.120,0	0,9
ott.	5.917,6	103,5	1,0	1.022,4	2,0	623,8	1,0	4.271,4	0,8
nov.	5.972,2	103,6	0,9	1.031,8	2,0	613,6	0,9	4.326,8	0,6
dic.	6.190,9	103,8	1,0	1.063,9	2,4	633,2	0,7	4.493,7	0,7
2007 gen.	6.369,9	103,9	1,0	1.123,5	2,4	646,2	0,8	4.600,2	0,7
feb.	6.283,9	104,0	1,1	1.092,8	2,8	637,8	0,9	4.553,3	0,7
mar.	6.510,1	104,0	1,1	1.111,4	2,2	649,3	0,9	4.749,4	0,8
apr.	6.760,5	104,2	1,2	1.168,6	2,2	675,5	0,9	4.916,3	0,9
mag.	7.040,4	104,3	1,1	1.174,5	2,1	688,8	0,9	5.177,0	0,9
giu.	6.961,9	104,6	1,3	1.128,6	2,1	677,1	1,0	5.156,1	1,2
lug.	6.731,4	104,8	1,4	1.099,8	1,7	608,8	1,0	5.022,7	1,4
ago.	6.618,1	104,8	1,3	1.060,2	1,6	583,8	0,9	4.974,1	1,3
set.	6.682,2	104,8	1,3	1.048,8	1,9	597,2	0,7	5.036,1	1,2
ott.	6.936,7	105,1	1,5	1.072,8	1,3	629,2	3,2	5.234,7	1,3
nov.	6.622,4	105,2	1,5	1.032,7	1,1	579,2	3,1	5.010,5	1,4
dic.	6.578,8	105,3	1,4	1.017,2	1,2	579,0	2,8	4.982,7	1,3
2008 gen.	5.756,8	105,3	1,4	887,9	0,8	497,3	2,6	4.371,5	1,3
feb.	5.811,0	105,3	1,3	858,2	0,5	492,4	2,4	4.460,5	1,3
mar.	5.557,5	105,4	1,3	858,5	1,1	501,3	2,3	4.197,7	1,2
apr.	5.738,4	105,3	1,1	835,2	1,3	519,4	2,2	4.383,7	0,9
mag.	5.733,0	105,4	1,0	789,9	1,8	497,1	2,4	4.446,0	0,7

F19 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei numeri indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

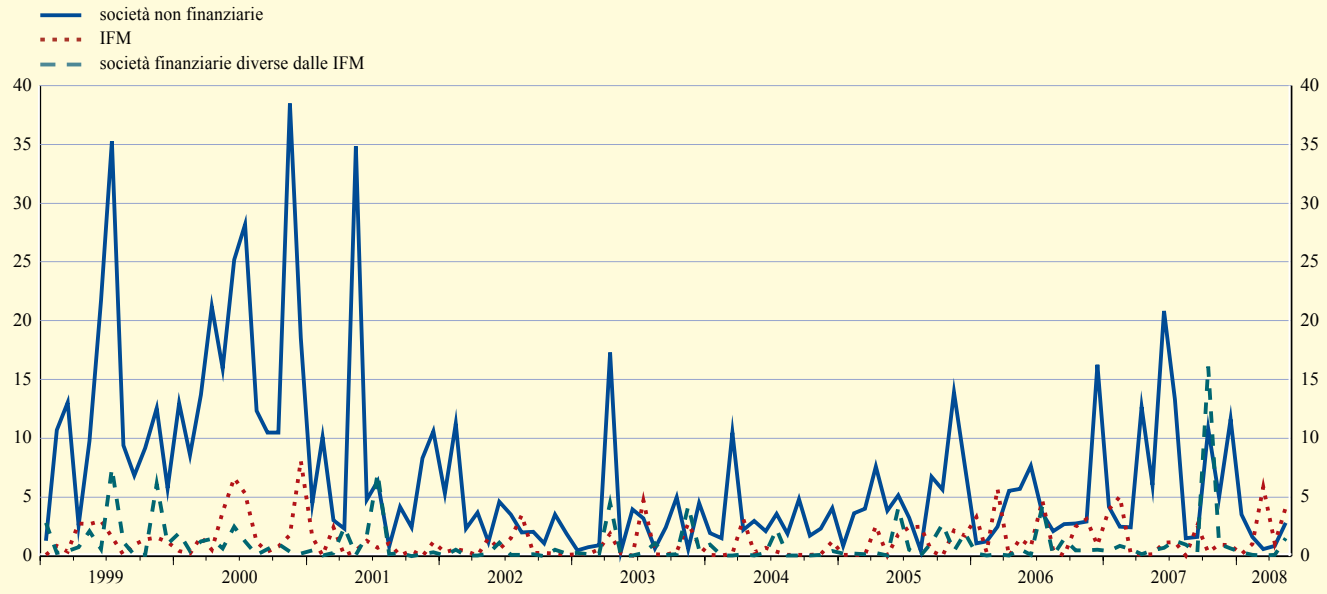
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2006 mag.	7,7	2,2	5,5	1,4	0,0	1,4	0,6	0,0	0,6	5,7	2,2	3,5
giu.	8,5	2,7	5,8	0,8	0,3	0,5	0,1	0,1	0,0	7,7	2,4	5,3
lug.	12,6	6,6	6,0	4,7	0,0	4,7	4,2	3,5	0,7	3,6	3,1	0,6
ago.	2,6	1,8	0,8	0,5	0,0	0,5	0,0	0,1	-0,1	2,1	1,6	0,5
set.	4,2	0,5	3,7	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,4	2,7	0,5	2,2
ott.	5,7	1,2	4,5	2,5	0,0	2,5	0,5	0,0	0,5	2,7	1,2	1,5
nov.	6,5	2,0	4,5	3,1	0,0	3,1	0,5	0,2	0,3	2,9	1,8	1,1
dic.	17,7	5,1	12,6	0,9	0,3	0,6	0,5	0,0	0,5	16,3	4,7	11,6
2007 gen.	8,5	3,9	4,6	4,0	0,1	3,8	0,4	0,0	0,4	4,1	3,8	0,3
feb.	8,4	2,0	6,3	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,5	2,0	0,5
mar.	3,2	1,7	1,5	0,2	0,0	0,2	0,6	0,4	0,2	2,4	1,4	1,0
apr.	12,9	0,4	12,5	0,1	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,1	12,7	0,2	12,5
mag.	6,6	1,9	4,7	0,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,5	6,0	1,9	4,2
giu.	22,6	1,6	21,0	1,1	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,8	1,6	19,3
lug.	15,8	1,8	13,9	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	13,3	1,5	11,8
ago.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
set.	4,5	2,5	2,0	2,6	0,0	2,6	0,3	0,3	-0,1	1,6	2,1	-0,5
ott.	27,2	8,0	19,1	0,3	3,2	-2,9	16,1	0,5	15,5	10,8	4,3	6,5
nov.	7,0	3,3	3,6	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	5,0	2,0	3,0
dic.	13,2	4,6	8,6	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	11,6	2,5	9,2
2008 gen.	3,9	1,4	2,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,7	-0,4	3,5	0,7	2,8
feb.	2,7	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,6	1,6	0,1
mar.	6,5	5,8	0,6	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,6	5,4	-4,8
apr.	2,1	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,9	2,5	-1,7
mag.	8,4	5,9	2,5	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	2,8	5,6	-2,8

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

(miliardi di euro; transazioni del mese; valori di mercato)



Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dell'indice e dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

4.5 Tassi di interesse 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
2007 lug.	1,10	3,86	3,90	2,97	2,45	3,40	1,81	4,01	4,16	4,51	3,95
ago.	1,14	3,93	3,93	3,01	2,53	3,46	1,89	4,08	4,33	4,20	3,93
set.	1,16	4,07	3,98	2,92	2,58	3,50	1,91	4,14	4,34	4,41	3,97
ott.	1,17	4,11	4,16	3,31	2,53	3,57	1,97	4,07	4,37	4,63	3,93
nov.	1,18	4,08	4,22	3,20	2,54	3,64	2,01	4,10	4,41	4,04	3,98
dic.	1,18	4,28	4,14	3,18	2,57	3,68	1,95	4,26	4,40	4,03	3,95
2008 gen.	1,20	4,19	4,32	3,43	2,57	3,75	2,01	4,13	4,38	4,68	3,95
feb.	1,21	4,10	4,18	3,22	2,65	3,77	2,01	4,07	4,18	4,36	3,93
mar.	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
apr.	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,62	4,00
mag.	1,23	4,32	4,27	3,19	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,40	4,03
giu.	1,24	4,43	4,61	3,27	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,02	4,11

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 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2007 lug.	10,49	8,06	6,76	8,30	8,35	5,06	4,93	5,02	4,91	5,26	5,54	5,80	5,41
ago.	10,55	8,43	6,85	8,31	8,48	5,15	4,98	5,08	4,90	5,24	5,36	5,93	5,47
set.	10,53	8,48	6,83	8,39	8,54	5,23	5,04	5,09	5,02	5,31	5,46	5,87	5,51
ott.	10,64	8,10	6,88	8,40	8,38	5,29	5,07	5,08	5,11	5,38	5,63	6,05	5,59
nov.	10,50	8,38	6,90	8,36	8,47	5,28	5,03	5,10	5,11	5,38	5,60	5,95	5,49
dic.	10,46	8,05	6,93	8,17	8,26	5,32	5,03	5,07	5,18	5,40	5,67	5,83	5,43
2008 gen.	10,46	8,11	7,00	8,47	8,48	5,32	5,02	5,07	5,14	5,37	5,59	5,93	5,49
feb.	10,45	8,54	7,24	8,44	8,70	5,26	4,97	5,02	5,11	5,35	5,55	5,87	5,55
mar.	10,52	8,41	7,05	8,42	8,55	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46
apr.	10,53	8,32	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45
mag.	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59
giu.	10,63	8,61	6,91	8,43	8,60	5,47	5,09	5,07	5,20	5,52	6,02	6,11	5,64

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
2007 lug.	6,30	5,58	5,77	5,09	4,90	4,95	5,17
ago.	6,35	5,77	5,86	5,17	5,01	5,46	5,29
set.	6,49	5,93	5,90	5,23	5,20	5,60	5,41
ott.	6,53	5,96	6,00	5,26	5,11	5,19	5,31
nov.	6,50	5,96	5,90	5,29	5,08	5,28	5,36
dic.	6,62	6,08	5,96	5,30	5,35	5,62	5,48
2008 gen.	6,62	5,93	5,92	5,27	5,12	5,35	5,23
feb.	6,56	5,84	5,86	5,24	5,04	5,43	5,14
mar.	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,44	5,34
apr.	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
mag.	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,38
giu.	6,68	6,16	6,07	5,40	5,35	5,66	5,48

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 finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società 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, ecc.

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

(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)

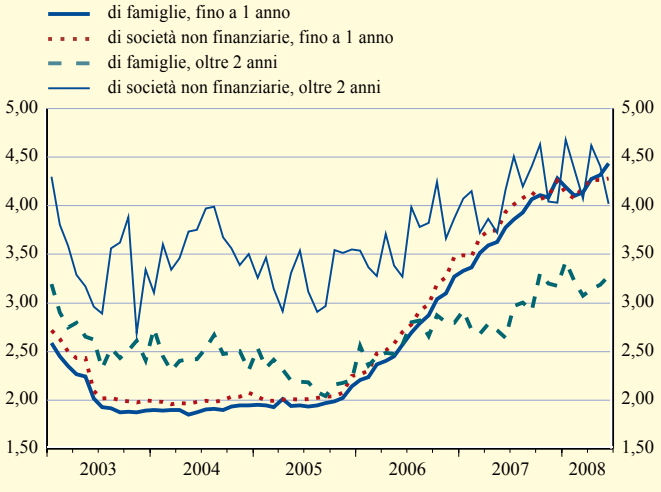
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [1]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [1] [2]		A vista [1]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2007 lug.	1,10	3,49	3,02	2,45	3,40	1,81	3,92	4,00	3,85
ago.	1,14	3,58	3,03	2,53	3,46	1,89	4,03	4,07	3,89
set.	1,16	3,68	3,06	2,58	3,50	1,91	4,13	4,09	3,93
ott.	1,17	3,79	3,04	2,53	3,57	1,97	4,18	4,11	3,93
nov.	1,18	3,85	3,06	2,54	3,64	2,01	4,21	4,18	3,97
dic.	1,18	3,95	3,03	2,57	3,68	1,95	4,33	4,17	4,01
2008 gen.	1,20	3,98	3,06	2,57	3,75	2,01	4,27	4,21	4,01
feb.	1,21	3,99	3,11	2,65	3,77	2,01	4,23	4,24	3,97
mar.	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,24	3,96
apr.	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
mag.	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
giu.	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,49	4,32	4,12

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
2007 lug.	5,28	4,57	4,89	8,80	6,95	6,06	5,70	5,15	5,00
ago.	5,35	4,58	4,90	8,85	6,97	6,08	5,76	5,24	5,05
set.	5,44	4,64	4,94	8,99	7,00	6,13	5,91	5,35	5,14
ott.	5,49	4,68	4,98	9,02	7,10	6,16	5,96	5,44	5,22
nov.	5,48	4,72	4,99	8,86	7,12	6,21	5,96	5,49	5,22
dic.	5,54	4,75	5,00	8,97	7,13	6,22	6,08	5,57	5,28
2008 gen.	5,62	4,75	5,01	8,99	7,15	6,24	6,06	5,55	5,27
feb.	5,60	4,82	5,03	9,05	7,21	6,26	5,99	5,52	5,30
mar.	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
apr.	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
mag.	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
giu.	5,66	4,90	5,08	9,09	7,24	6,33	6,19	5,69	5,39

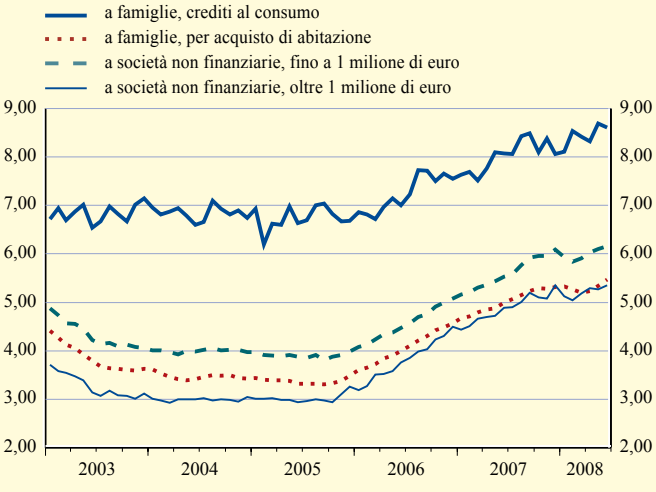
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

(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)

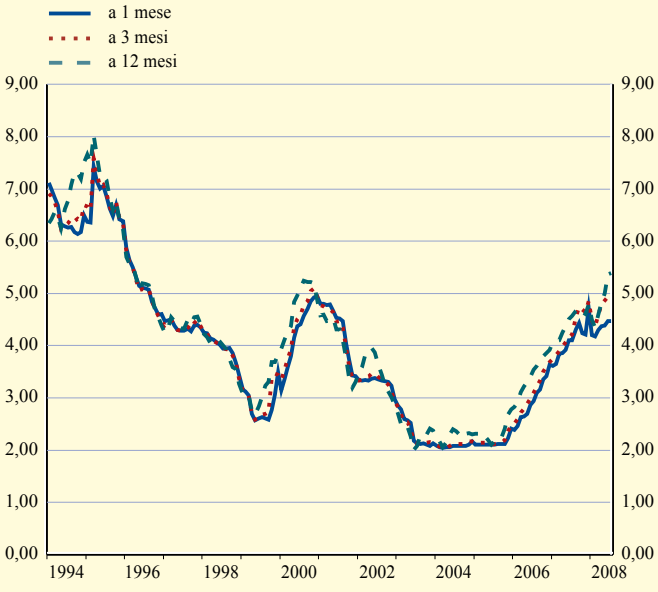


Fonte: BCE.

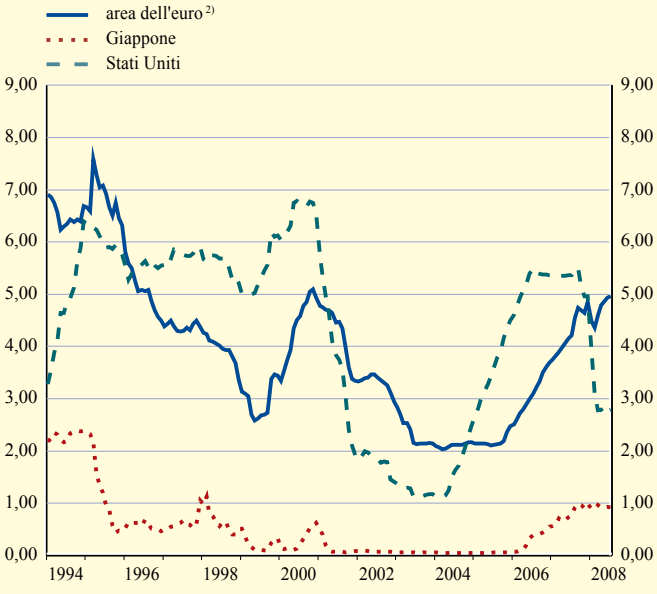
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	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
2005	2,09	2,14	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,19	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2007 2° trim.	3,86	3,96	4,07	4,20	4,38	5,36	0,69
3° trim.	4,05	4,28	4,49	4,56	4,65	5,45	0,89
4° trim.	3,95	4,37	4,72	4,70	4,68	5,02	0,96
2008 1° trim.	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,26	0,92
2° trim.	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
2007 lug.	4,06	4,11	4,22	4,36	4,56	5,36	0,77
ago.	4,05	4,31	4,54	4,59	4,67	5,48	0,92
set.	4,03	4,43	4,74	4,75	4,72	5,49	0,99
ott.	3,94	4,24	4,69	4,66	4,65	5,15	0,97
nov.	4,02	4,22	4,64	4,63	4,61	4,96	0,91
dic.	3,88	4,71	4,85	4,82	4,79	4,97	0,99
2008 gen.	4,02	4,20	4,48	4,50	4,50	3,92	0,89
feb.	4,03	4,18	4,36	4,36	4,35	3,09	0,90
mar.	4,09	4,30	4,60	4,59	4,59	2,78	0,97
apr.	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
mag.	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
giu.	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
lug.	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro [2)]
(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi
(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.
1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

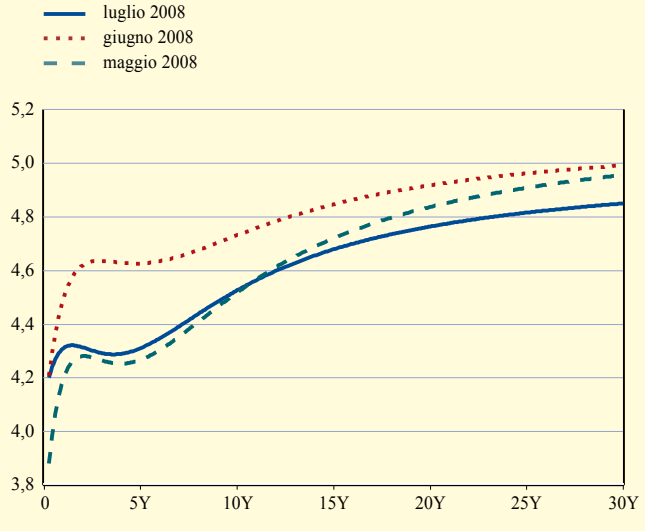
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro [1)]

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

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni-3 mesi (*spread*)	10 anni-2 anni (*spread*)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 dic.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 gen.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
feb.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
mar.	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
apr.	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
mag.	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
giu.	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
lug.	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
ago.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
set.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
ott.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
dic.	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 gen.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
feb.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
mar.	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
apr.	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
mag.	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
giu.	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
lug.	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93

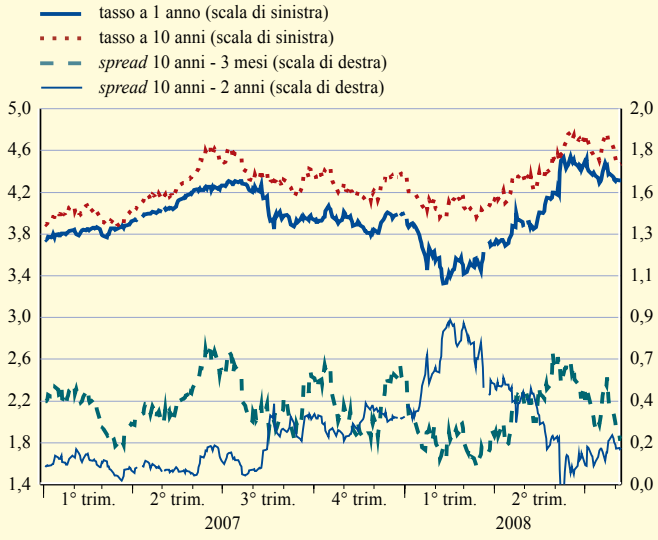
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro

(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)



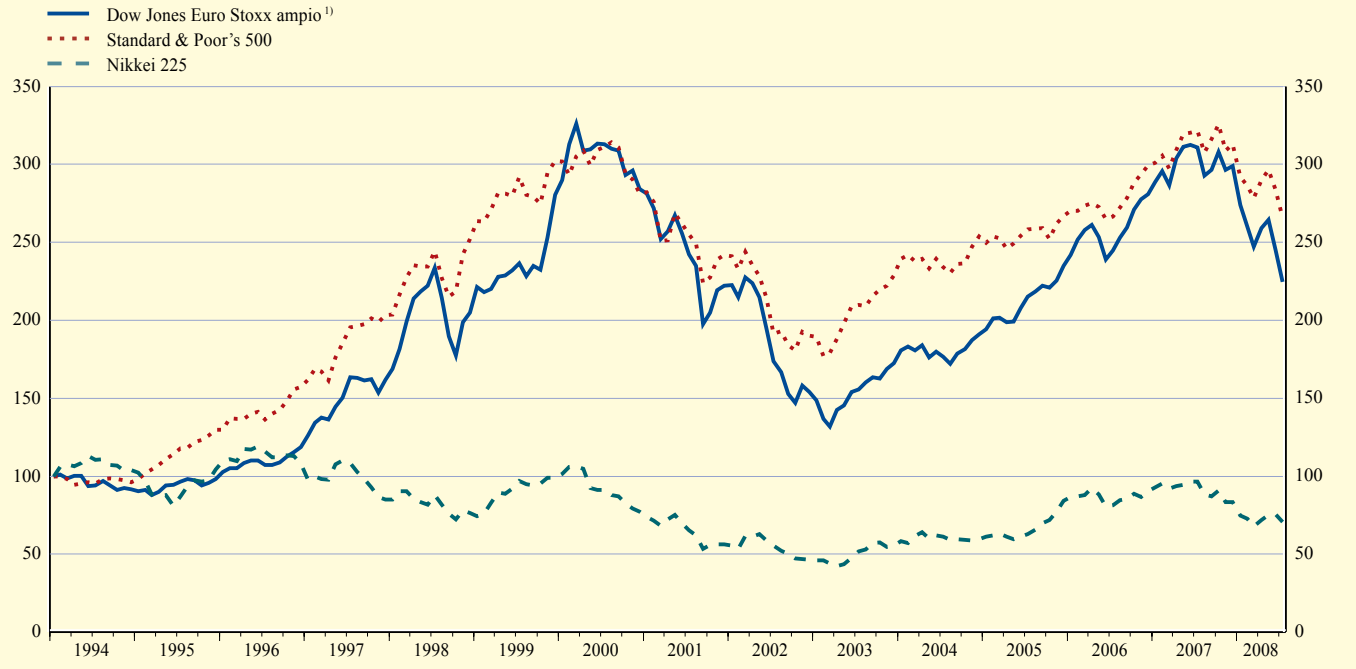
Fonte: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS; *rating* di Fitch Ratings.

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											
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero e estrattivo	Finan-ziari	Indu-striali	Alta tecno-logia	Servizi pubblici	Telecomu-nicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2006	357,3	3.795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1.310,5	16.124,0
2007	416,4	4.315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1.476,5	16.984,4
2007 2° trim.	429,0	4.416,2	549,6	246,8	373,0	454,1	434,2	512,5	376,6	556,0	475,8	536,7	1.496,6	17.678,7
3° trim.	416,4	4.317,6	568,3	233,5	373,3	465,6	399,8	494,4	400,9	556,3	476,7	503,8	1.489,8	16.907,5
4° trim.	417,8	4.377,9	567,3	228,3	383,8	455,7	381,2	484,1	406,3	620,0	544,8	509,2	1.494,6	16.002,5
2008 1° trim.	361,8	3.809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1.351,7	13.372,7
2° trim.	355,9	3.705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1.371,7	13.818,3
2007 lug.	431,3	4.449,0	585,9	242,6	384,7	491,4	418,7	529,3	399,8	563,1	467,1	513,1	1.520,9	17.986,8
ago.	406,4	4.220,6	550,8	227,8	362,5	444,5	393,5	479,0	390,0	544,4	469,2	495,4	1.454,6	16.461,0
set.	411,3	4.284,4	569,1	230,1	373,2	461,5	386,3	473,8	414,7	562,7	495,9	503,2	1.496,0	16.233,9
ott.	427,1	4.430,8	587,6	234,9	394,6	463,8	399,4	492,9	419,5	602,4	527,9	507,6	1.539,7	16.910,4
nov.	411,4	4.314,9	549,1	225,3	380,2	450,3	369,1	477,1	400,8	624,1	555,0	501,9	1.461,3	15.514,0
dic.	414,5	4.386,0	564,0	224,1	375,8	452,5	374,0	481,8	397,8	634,9	552,6	518,6	1.480,0	15.520,1
2008 gen.	380,2	4.042,1	529,7	202,3	338,7	431,4	339,7	426,3	351,2	602,9	528,4	492,9	1.380,3	13.953,4
feb.	360,6	3.776,6	520,7	194,0	323,8	407,6	311,9	417,7	356,2	573,9	493,2	452,6	1.354,6	13.522,6
mar.	342,9	3.587,3	511,4	184,7	317,6	395,2	300,8	394,7	308,9	540,2	444,9	414,1	1.317,5	12.586,6
apr.	359,6	3.768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1.370,5	13.382,1
mag	367,1	3.812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1.402,0	14.000,2
giu	340,2	3.527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1.341,3	14.084,6
lug.	311,9	3.298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1.257,6	13.153,0

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



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

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati [2]	
	Indice 2005 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
			Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici										
in perc. del totale [3]	100,0	100,0	82,6	59,1	40,9	100,0	11,9	7,6	29,8	9,8	40,9	87,8	12,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-	1,9	3,6
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,6
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,2	2,0
2007 2° trim.	104,4	1,9	1,9	1,5	2,6	0,8	0,5	0,8	0,2	3,3	0,7	1,9	2,1
3° trim.	104,4	1,9	2,0	1,5	2,5	0,5	1,1	0,9	0,2	0,7	0,6	1,9	1,7
4° trim.	105,7	2,9	2,3	3,2	2,5	1,0	2,6	1,2	0,3	2,9	0,6	3,1	1,8
2008 1° trim.	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,0	0,5	0,2	3,4	0,7	3,5	2,2
2° trim.	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,1	5,9	0,5	3,8	2,4
2008 feb.	106,2	3,3	2,4	3,8	2,4	0,2	0,7	-0,3	0,2	0,1	0,2	3,4	2,1
mar.	107,2	3,6	2,7	4,1	2,8	0,6	0,3	0,7	0,1	2,3	0,5	3,7	2,4
apr.	107,6	3,3	2,4	4,0	2,3	0,1	0,4	0,2	0,0	1,0	-0,3	3,4	2,3
mag.	108,2	3,7	2,5	4,5	2,5	0,6	0,2	0,6	0,0	3,6	0,4	3,8	2,4
giu.	108,6	4,0	2,5	4,9	2,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,5	0,3	4,2	2,5
lug. [4]	.	4,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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]	19,5	11,9	7,6	39,6	29,8	9,8	10,1	6,0	6,1	3,3	14,7	6,8
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2007 2° trim.	2,5	2,0	3,3	1,0	1,0	0,5	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,6
3° trim.	2,5	2,5	2,4	0,9	1,0	0,7	2,7	2,0	2,4	-1,5	3,0	3,4
4° trim.	3,9	4,5	3,1	2,8	1,0	8,1	2,7	2,0	2,6	-2,1	3,0	3,2
2008 1° trim.	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2
2° trim.	5,7	7,0	3,6	3,9	0,8	13,5	2,3	1,9	3,7	-1,7	3,0	2,2
2008 gen.	4,9	5,9	3,3	3,1	0,7	10,6	2,6	1,9	3,1	-2,9	3,0	3,3
feb.	5,2	6,5	3,3	3,1	0,8	10,4	2,5	1,9	3,0	-3,1	3,1	3,2
mar.	5,6	6,8	3,8	3,4	0,9	11,2	2,5	1,9	3,3	-1,5	3,7	3,1
apr.	5,4	7,0	3,1	3,2	0,8	10,8	2,4	1,8	3,2	-1,6	2,7	2,1
mag.	5,8	6,9	3,9	3,9	0,7	13,7	2,3	1,9	3,8	-1,7	3,1	2,2
giu.	5,8	7,0	3,9	4,5	0,7	16,0	2,2	1,9	4,0	-1,6	3,2	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Stime della BCE basate su dati Eurostat; queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.

3) Con riferimento al 2008.

4) Stime basate su dati nazionali provvisori che 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, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni [1]	Prezzi degli immobili residenziali [2]	Prezzi internazionali delle materie prime [3]		Prezzo del petrolio [4] (euro per barile)
	Industria escluse le costruzioni												Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							Totale al netto dell'energia	
							Totale	Durevoli	Non durevoli						
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	89,5	82,4	31,6	21,2	29,6	4,0	25,6	17,6			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	105,8	2,3	2,6	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	4,0	4,1	7,5	18,4	10,8	30,5
2005	110,1	4,1	3,2	1,9	2,9	1,4	1,1	1,3	1,1	13,6	2,8	7,8	28,5	9,4	44,6
2006	115,8	5,1	3,4	2,8	4,8	1,4	1,7	1,6	1,7	13,3	4,2	6,5	19,7	24,8	52,9
2007	119,1	2,8	3,1	3,2	4,8	1,8	2,3	1,9	2,4	1,7	4,0	4,5	3,9	9,2	52,8
2007 2° trim.	118,5	2,4	2,6	3,2	5,4	2,0	1,7	1,8	1,7	-0,4	4,5	5,0 [6]	-3,1	13,8	51,0
3° trim.	119,3	2,1	2,7	3,0	4,3	1,6	2,4	1,8	2,5	-0,7	3,6	-	2,0	6,7	54,2
4° trim.	121,2	4,0	4,5	3,2	3,7	1,5	3,6	1,9	3,9	7,0	3,4	4,0 [6]	23,5	1,6	61,0
2008 1° trim.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,4	2,3	4,8	11,7	3,1	-	36,5	11,9	64,2
2° trim.	127,0	7,1	6,3	3,8	4,5	1,8	4,4	2,3	4,8	18,0	.	.	44,0	7,1	78,5
2008 feb.	123,6	5,4	5,4	3,6	4,2	1,5	4,3	2,3	4,7	11,7	-	-	37,2	15,0	64,1
mar.	124,5	5,8	5,7	3,8	4,4	1,5	4,6	2,5	5,0	12,6	-	-	34,8	10,3	66,1
apr.	125,5	6,2	5,5	3,7	4,3	1,7	4,5	2,4	4,9	14,4	-	-	32,7	5,8	69,8
mag.	127,1	7,1	6,4	3,8	4,3	1,8	4,4	2,3	4,8	18,2	-	-	47,7	6,0	80,1
giu.	128,3	8,0	6,9	4,0	4,8	2,0	4,4	2,3	4,8	21,4	-	-	51,2	9,6	85,9
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	46,8	9,8	85,3

3. Costo orario del lavoro [7]

	Totale (indice dest.) 2000 = 100	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali [8]
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	113,6	2,5	2,3	3,2	2,9	2,7	2,3	2,1
2005	116,7	2,7	2,8	2,7	2,6	2,4	2,9	2,1
2006	119,6	2,5	2,7	2,2	3,3	2,1	2,1	2,3
2007	122,8	2,6	2,8	2,1	2,8	3,1	2,5	2,2
2007 1° trim.	121,4	2,3	2,4	1,9	2,5	1,9	2,2	2,0
2° trim.	122,3	2,7	2,8	2,3	3,1	2,9	2,4	2,3
3° trim.	123,2	2,6	2,8	2,3	2,4	3,6	2,6	2,2
4° trim.	124,2	2,9	3,2	2,0	3,1	3,9	2,6	2,1
2008 1° trim.	125,1	3,3	3,7	2,3	3,7	4,0	3,0	2,9

Fonti: Eurostat, HWWI (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 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 consultare il sito Internet della BCE).
3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
5) Nel 2000.
6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e 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.
7) Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
8) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni consultare il sito Internet della BCE).

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

4. Costo del lavoro per unità di prodotto, redditi per occupato e produttività del lavoro

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]							
2004	107,6	0,8	-11,3	-1,1	3,3	0,3	2,2	2,1
2005	108,8	1,1	7,5	-0,5	3,0	0,8	1,6	2,0
2006	109,9	1,0	2,1	-0,4	1,3	0,3	2,3	2,5
2007	111,6	1,5	1,1	-0,3	3,9	0,6	3,0	2,0
2007 1° trim.	110,7	1,0	0,3	-0,8	2,1	-0,4	2,5	2,2
2° trim.	111,5	1,3	1,8	0,1	4,2	0,2	3,3	0,9
3° trim.	111,5	1,4	1,9	-0,8	4,8	1,1	2,7	1,9
4° trim.	112,6	2,4	1,4	0,2	4,8	1,7	3,6	2,8
2008 1° trim.	113,3	2,4	1,2	1,0	2,6	1,8	4,3	2,5
	Redditi per occupato							
2004	110,0	2,1	1,2	2,9	2,9	1,5	1,7	2,4
2005	112,0	1,8	1,8	1,8	2,0	1,7	2,3	1,8
2006	114,5	2,2	2,7	3,4	3,4	1,6	2,2	1,6
2007	117,3	2,4	3,2	2,8	3,3	1,9	1,9	2,4
2007 1° trim.	116,3	2,4	3,0	2,4	4,0	2,1	2,1	2,5
2° trim.	117,0	2,2	3,7	3,1	2,4	1,9	1,7	1,7
3° trim.	117,3	2,2	3,1	2,4	3,2	2,0	1,6	2,2
4° trim.	118,5	2,8	2,9	3,0	3,6	1,8	2,4	3,1
2008 1° trim.	119,7	2,9	3,6	3,3	4,0	2,0	2,9	2,7
	Produttività del lavoro [2]							
2004	102,2	1,3	14,1	4,1	-0,3	1,1	-0,5	0,3
2005	103,0	0,7	-5,3	2,2	-1,0	0,9	0,7	-0,2
2006	104,2	1,2	0,5	3,8	2,1	1,3	-0,1	-0,8
2007	105,1	0,8	2,0	3,1	-0,6	1,3	-1,1	0,4
2007 1° trim.	105,1	1,5	2,7	3,3	1,9	2,5	-0,4	0,3
2° trim.	104,9	0,9	1,9	3,0	-1,7	1,7	-1,6	0,8
3° trim.	105,2	0,7	1,1	3,2	-1,5	0,9	-1,0	0,3
4° trim.	105,2	0,4	1,5	2,8	-1,2	0,1	-1,2	0,3
2008 1° trim.	105,7	0,5	2,4	2,3	1,4	0,3	-1,4	0,2

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [3]	Importazioni [3]
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	1,0	1,4
2005	111,6	2,0	2,3	2,1	2,5	2,6	2,5	3,5
2006	113,8	1,9	2,4	2,2	1,9	2,9	2,7	3,9
2007	116,3	2,2	2,2	2,1	1,5	2,7	1,4	1,2
2007 1° trim.	115,4	2,2	1,9	1,9	1,5	2,9	1,3	0,5
2° trim.	116,1	2,3	1,9	1,9	0,7	2,9	1,6	0,8
3° trim.	116,7	2,3	2,2	1,9	1,4	2,5	1,2	0,9
4° trim.	117,1	2,3	2,7	2,7	2,3	2,4	1,5	2,7
2008 1° trim.	117,8	2,1	2,8	3,0	2,1	2,2	2,3	4,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.

2) Valore aggiunto (in volume) per occupato.

3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale [1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2004	7.809,8	7.661,1	4.479,1	1.594,0	1.578,6	9,4	148,8	2.858,5	2.709,7
2005	8.106,0	7.997,2	4.650,3	1.658,8	1.672,0	16,2	108,8	3.076,0	2.967,2
2006	8.504,7	8.411,9	4.844,9	1.723,7	1.814,8	28,5	92,8	3.413,3	3.320,5
2007	8.926,1	8.796,2	5.024,6	1.789,9	1.944,8	36,9	130,0	3.670,2	3.540,2
2007 1° trim.	2.199,1	2.168,4	1.235,1	442,3	478,9	12,0	30,7	893,9	863,2
2° trim.	2.220,7	2.184,5	1.250,3	444,9	482,5	6,7	36,2	909,2	873,0
3° trim.	2.245,1	2.212,5	1.263,3	449,4	488,1	11,6	32,7	929,9	897,2
4° trim.	2.261,2	2.230,8	1.275,9	453,1	495,2	6,5	30,4	937,3	906,8
2008 1° trim.	2.292,3	2.265,8	1.288,5	457,7	506,7	12,8	26,5	964,2	937,7
	in percentuale del PIL								
2007	100,0	98,5	56,3	20,1	21,8	0,4	1,5	-	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [3])								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2007 1° trim.	0,8	1,1	0,1	1,1	1,3	-	-	0,9	1,5
2° trim.	0,3	0,1	0,6	0,2	0,0	-	-	1,0	0,3
3° trim.	0,6	0,8	0,5	0,6	0,7	-	-	2,0	2,4
4° trim.	0,4	0,1	-0,1	0,1	1,1	-	-	0,4	-0,2
2008 1° trim.	0,7	0,7	0,2	0,4	1,6	-	-	1,9	2,0
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2004	2,1	1,9	1,6	1,4	2,4	-	-	7,2	7,0
2005	1,7	1,9	1,7	1,5	3,1	-	-	4,7	5,6
2006	2,8	2,7	1,8	2,0	5,2	-	-	7,9	7,6
2007	2,7	2,3	1,6	2,3	4,5	-	-	6,1	5,3
2007 1° trim.	3,2	3,0	1,5	2,4	6,8	-	-	6,7	6,1
2° trim.	2,6	2,2	1,8	2,3	3,9	-	-	6,0	5,2
3° trim.	2,7	2,2	1,8	2,5	3,8	-	-	7,1	6,1
4° trim.	2,2	2,0	1,2	2,0	3,1	-	-	4,4	4,0
2008 1° trim.	2,1	1,6	1,2	1,4	3,5	-	-	5,5	4,5
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali								
2007 1° trim.	0,8	1,1	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,2	-	-
2° trim.	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,3	-	-
3° trim.	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,1	-	-
4° trim.	0,4	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,3	-	-
2008 1° trim.	0,7	0,7	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-	-
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali								
2004	2,1	1,9	0,9	0,3	0,5	0,2	0,2	-	-
2005	1,7	1,9	0,9	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2006	2,8	2,6	1,0	0,4	1,1	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,3	0,9	0,5	1,0	0,0	0,3	-	-
2007 1° trim.	3,2	3,0	0,9	0,5	1,4	0,2	0,3	-	-
2° trim.	2,6	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,1	0,4	-	-
3° trim.	2,7	2,2	1,0	0,5	0,8	-0,2	0,5	-	-
4° trim.	2,2	1,9	0,7	0,4	0,7	0,2	0,2	-	-
2008 1° trim.	2,1	1,6	0,7	0,3	0,8	-0,1	0,4	-	-

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 nelle tavole 7.1.2 e 7.3.1.

2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)							
2004	7.011,1	153,5	1.436,5	414,2	1.488,7	1.914,6	1.603,7	798,7
2005	7.264,4	142,0	1.474,6	440,0	1.529,1	2.013,7	1.665,0	841,6
2006	7.595,2	139,6	1.540,2	482,5	1.586,9	2.123,0	1.723,1	909,5
2007	7.967,7	150,3	1.616,9	520,7	1.655,5	2.235,7	1.788,7	958,5
2007 1° trim.	1.958,7	36,5	398,3	128,4	407,6	547,4	440,6	240,4
2° trim.	1.982,7	36,9	402,6	129,0	412,0	556,2	446,0	237,9
3° trim.	2.006,4	38,2	407,5	130,8	417,5	563,2	449,1	238,7
4° trim.	2.019,8	38,7	408,4	132,5	418,3	568,9	452,9	241,4
2008 1° trim.	2.049,1	40,1	416,7	136,7	425,1	574,9	455,7	243,2
	in percentuale del valore aggiunto							
2007	100,0	1,9	20,3	6,5	20,8	28,1	22,4	-
	Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati [1])							
	variazioni percentuali sul trimestre precedente							
2007 1° trim.	0,9	1,0	1,0	1,4	0,7	0,9	0,6	0,4
2° trim.	0,5	-1,0	0,5	-1,0	0,7	0,7	0,5	-0,8
3° trim.	0,6	-1,4	1,0	0,4	0,8	0,7	0,3	0,7
4° trim.	0,4	1,4	0,5	0,4	0,1	0,6	0,3	-0,2
2008 1° trim.	0,7	1,5	0,7	2,1	0,9	0,3	0,3	1,3
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente							
2004	2,2	10,9	2,7	0,9	2,3	1,9	1,6	1,0
2005	1,7	-6,1	1,1	1,6	1,7	3,1	1,3	1,6
2006	2,8	-0,9	3,4	4,7	2,8	3,6	1,1	3,0
2007	2,8	0,9	3,4	3,2	3,0	3,2	1,7	1,4
2007 1° trim.	3,4	2,5	3,6	6,7	3,7	3,6	1,7	2,2
2° trim.	2,8	0,4	3,3	2,8	3,2	3,0	1,8	1,2
3° trim.	2,7	-0,2	3,5	2,2	3,1	3,2	1,7	1,9
4° trim.	2,4	0,0	3,1	1,3	2,3	3,0	1,6	0,1
2008 1° trim.	2,2	0,5	2,8	1,9	2,6	2,4	1,3	1,1
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali							
2007 1° trim.	0,9	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	-
2° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-
3° trim.	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-
2008 1° trim.	0,7	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	-
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali							
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005	1,7	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,8	0,3	-
2006	2,8	0,0	0,7	0,3	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,8	0,0	0,7	0,2	0,6	0,9	0,4	-
2007 1° trim.	3,4	0,0	0,7	0,4	0,8	1,0	0,4	-
2° trim.	2,8	0,0	0,7	0,2	0,7	0,8	0,4	-
3° trim.	2,7	0,0	0,7	0,1	0,6	0,9	0,4	-
4° trim.	2,4	0,0	0,6	0,1	0,5	0,8	0,4	-
2008 1° trim.	2,2	0,0	0,6	0,1	0,5	0,7	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni										Costruzioni
		Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifattu-riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve-stimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale [1]	100,0	82,8	82,8	74,8	73,7	29,9	22,2	21,6	3,6	18,0	9,0	17,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	1,4	104,0	1,4	1,4	1,2	0,9	3,0	0,5	-0,7	0,7	1,4	0,7
2006	4,0	108,2	4,0	4,4	4,4	5,0	5,9	2,5	4,4	2,2	0,8	3,9
2007	3,4	111,8	3,4	4,0	3,7	3,8	5,9	2,4	1,4	2,5	-0,6	3,2
2007 2° trim.	2,9	111,2	2,8	3,3	3,4	3,2	4,9	2,0	1,5	2,1	-0,3	2,5
3° trim.	3,7	112,8	3,9	4,2	4,0	3,6	6,6	3,1	2,3	3,2	1,1	1,7
4° trim.	2,5	112,8	3,0	2,6	2,0	1,9	5,2	0,7	-2,5	1,2	5,5	-0,5
2008 1° trim.	2,4	113,2	2,5	1,8	1,7	1,5	5,1	0,2	-1,7	0,6	4,4	1,4
2007 dic.	0,8	112,6	1,5	1,3	0,8	0,5	3,0	-0,3	-4,7	0,4	4,3	-3,8
2008 gen.	3,3	113,3	3,3	3,2	3,0	2,2	6,6	1,6	-0,3	1,9	2,9	3,2
feb.	3,3	113,5	3,1	2,8	3,4	1,9	6,4	0,8	-0,8	1,0	4,5	4,5
mar.	0,9	112,9	1,3	-0,3	-0,8	0,5	2,8	-1,5	-3,8	-1,1	6,1	-2,7
apr.	3,1	114,0	4,0	4,4	4,4	2,6	7,5	0,7	1,2	0,6	6,3	-2,2
mag.	-0,7	111,9	-0,5	-0,5	-1,2	-0,7	2,4	-3,6	-5,1	-3,4	-1,1	-1,5
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2007 dic.	0,0	-	0,0	0,2	0,2	0,6	-0,6	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,5
2008 gen.	0,9	-	0,6	1,1	1,2	0,7	2,3	0,7	1,8	0,5	-4,4	2,5
feb.	0,4	-	0,2	0,1	0,4	0,2	0,5	-0,4	-0,1	-0,4	1,7	1,1
mar.	-1,0	-	-0,6	-0,7	-1,8	-0,6	-1,8	-0,7	-2,0	-0,5	2,9	-2,8
apr.	0,7	-	1,0	0,5	2,1	0,4	2,2	0,5	2,0	0,2	-1,1	-0,6
mag.	-1,6	-	-1,9	-1,5	-2,4	-1,4	-2,1	-1,8	-3,3	-1,5	-2,6	0,2

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							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera [2] (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti							
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Migliaia (dest.) [3]	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici		
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	109,2	3,9	110,8	3,6	2,3	106,8	1,4	0,8	1,8	2,5	1,4	939	0,9
2006	119,3	9,3	118,9	7,3	2,9	108,5	1,6	0,3	2,5	2,7	4,4	968	3,0
2007	128,9	8,3	126,1	6,3	2,4	109,6	0,9	-0,3	1,8	3,2	2,0	964	-0,5
2007 3° trim.	129,1	6,5	127,4	6,3	2,6	110,0	1,3	-0,8	2,7	5,6	2,6	963	2,1
4° trim.	131,4	8,2	127,0	5,2	2,1	109,1	-0,3	-0,8	0,1	0,3	-1,3	976	0,3
2008 1° trim.	130,9	3,9	131,3	4,4	3,1	108,9	-0,2	-1,5	0,7	0,0	-1,5	947	-0,6
2° trim.	.	.	.	.	2,0	108,0	-1,7	-2,7	-1,0	.	.	910	-5,0
2008 gen.	131,4	7,0	132,1	7,4	3,8	109,4	0,8	-1,6	2,4	2,8	0,3	949	-1,3
feb.	131,4	9,4	131,8	10,2	4,8	109,2	1,7	0,5	2,3	4,8	0,0	975	5,7
mar.	130,1	-3,7	130,0	-3,2	0,9	108,1	-2,8	-3,3	-2,5	-6,8	-4,3	916	-4,7
apr.	132,8	12,4	132,7	14,3	1,1	107,9	-1,8	-2,2	-1,3	-8,7	-1,3	942	2,2
mag.	127,9	-4,6	131,2	1,0	3,4	108,4	-0,1	-1,4	0,6	5,1	-0,7	897	-9,9
giu.	.	.	.	.	1,4	107,8	-3,1	-4,4	-2,2	.	.	891	-6,5
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2008 gen.	-	2,0	-	5,1	0,9	-	0,6	0,0	1,0	2,2	0,8	-	-5,3
feb.	-	0,0	-	-0,2	0,1	-	-0,2	0,1	-0,4	1,5	-0,1	-	2,7
mar.	-	-1,0	-	-1,4	-0,9	-	-1,0	-0,4	-1,4	-6,3	-2,2	-	-6,0
apr.	-	2,1	-	2,1	0,4	-	-0,2	-0,5	-0,1	-0,5	0,9	-	2,8
mag.	-	-3,6	-	-1,1	0,6	-	0,5	-0,2	1,0	6,0	0,3	-	-4,8
giu.	-	.	-	.	-0,1	-	-0,6	-0,4	-0,6	.	.	-	-0,7

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

1) Nel 2000.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

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

5.2 Produzione e domanda

(saldi percentuali [1], salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico [2] (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie [3]				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [4] (in perc.)	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
2004	98,7	-5	-15	8	10	81,5	-14	-4	-14	30	-9
2005	97,4	-7	-17	11	6	81,2	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,3	2	0	6	13	83,2	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,4	4	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2007 3° trim.	108,7	4	5	6	13	84,0	-4	-2	-3	3	-7
4° trim.	104,3	2	1	7	11	84,0	-8	-4	-10	7	-10
2008 1° trim.	100,5	0	-1	7	10	83,9	-12	-7	-17	11	-12
2° trim.	96,5	-3	-6	9	7	83,4	-15	-10	-22	13	-14
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 feb.	100,2	0	-2	7	10	-	-12	-7	-18	12	-12
mar.	99,6	0	-1	7	8	-	-12	-7	-17	11	-13
apr.	97,1	-2	-5	9	8	83,8	-12	-8	-19	11	-12
mag.	97,6	-2	-5	8	7	-	-15	-10	-21	13	-15
giu.	94,8	-5	-9	10	5	-	-17	-12	-25	14	-16
lug.	89,5	-8	-13	11	1	82,9	-20	-13	-30	20	-16

	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
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2004	-12	-19	-4	-8	-12	14	2	11	6	8	18
2005	-7	-11	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	5	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	-1	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2007 3° trim.	0	-8	7	1	7	14	11	20	16	20	24
4° trim.	-3	-11	4	0	4	16	13	15	11	14	20
2008 1° trim.	-7	-14	-1	-1	2	16	12	10	4	12	15
2° trim.	-11	-17	-4	-3	-1	16	7	8	3	9	13
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2008 feb.	-7	-13	-2	1	5	16	14	10	3	13	13
mar.	-9	-15	-3	1	5	15	11	9	2	11	13
apr.	-12	-18	-6	-5	-4	18	6	7	1	7	12
mag.	-9	-16	-2	-1	3	14	8	8	4	9	13
giu.	-11	-19	-4	-4	-3	17	7	9	4	10	14
lug.	-14	-22	-6	-9	-10	17	1	1	-7	4	7

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

1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.

2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2007.

3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.

4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro [1]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale [2]	100,0	100,0	85,0	15,0	4,0	17,1	7,7	25,4	15,8	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138,375	0,7	0,7	0,9	-2,8	-1,4	1,3	1,2	2,4	1,3
2005	139,691	1,0	1,1	0,4	-0,8	-1,1	2,6	0,8	2,4	1,5
2006	141,917	1,6	1,7	0,8	-1,5	-0,4	2,6	1,5	3,8	2,0
2007	144,459	1,8	2,0	0,7	-1,1	0,3	3,9	1,7	4,3	1,3
2007 1° trim.	143,484	1,8	2,0	0,5	-0,1	0,3	4,9	1,1	4,1	1,4
2° trim.	144,232	1,7	1,9	0,6	-1,4	0,4	4,6	1,4	4,6	1,0
3° trim.	144,832	1,9	2,0	1,3	-1,3	0,2	3,6	2,2	4,2	1,4
4° trim.	145,288	1,8	2,0	0,5	-1,6	0,3	2,4	2,3	4,2	1,3
2008 1° trim.	145,729	1,6	1,8	0,7	-1,8	0,5	0,6	2,3	3,8	1,1
	variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)									
2007 1° trim.	0,775	0,5	0,6	0,4	0,8	0,1	1,9	0,4	1,3	0,1
2° trim.	0,748	0,5	0,5	0,5	-0,6	0,1	0,4	0,8	1,3	0,3
3° trim.	0,601	0,4	0,5	0,1	-1,1	0,0	-0,1	0,8	0,7	0,5
4° trim.	0,456	0,3	0,5	-0,6	-0,6	0,2	0,3	0,1	0,9	0,4
2008 1° trim.	0,442	0,3	0,3	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,5	0,9	-0,1

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età [3]				Per genere [4]			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale [2]	100,0		78,1		21,9		49,7		50,3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13,100	8,8	10,159	7,7	2,941	17,1	6,557	7,9	6,543	9,9
2005	13,286	8,8	10,341	7,8	2,945	17,2	6,697	8,0	6,589	9,9
2006	12,513	8,2	9,774	7,2	2,740	16,2	6,215	7,4	6,298	9,3
2007	11,372	7,4	8,894	6,5	2,478	14,8	5,591	6,6	5,781	8,4
2007 1° trim.	11,633	7,6	9,098	6,7	2,535	15,2	5,705	6,8	5,928	8,7
2° trim.	11,405	7,5	8,933	6,6	2,473	14,8	5,583	6,6	5,823	8,5
3° trim.	11,274	7,3	8,828	6,5	2,445	14,6	5,561	6,6	5,712	8,3
4° trim.	11,176	7,3	8,718	6,4	2,458	14,7	5,515	6,5	5,660	8,2
2008 1° trim.	11,113	7,2	8,679	6,3	2,434	14,5	5,500	6,5	5,613	8,1
2008 gen.	11,129	7,2	8,696	6,3	2,433	14,5	5,495	6,5	5,635	8,1
feb.	11,104	7,2	8,672	6,3	2,432	14,5	5,492	6,5	5,612	8,1
mar.	11,106	7,2	8,668	6,3	2,438	14,5	5,512	6,5	5,594	8,1
apr.	11,212	7,2	8,742	6,3	2,471	14,7	5,594	6,6	5,618	8,1
mag.	11,294	7,3	8,799	6,4	2,495	14,8	5,672	6,6	5,622	8,1
giu.	11,352	7,3	8,849	6,4	2,504	14,9	5,731	6,7	5,622	8,1

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.

2) Nel 2005 per l'occupazione, nel 2006 per la disoccupazione.

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.

6

FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo [1]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2]
			Imposte dirette			Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	47,0	46,7	12,5	9,3	2,9	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
2000	46,5	46,2	12,7	9,4	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,5	12,3	9,2	2,7	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,2	0,2	0,3	41,7
2002	45,2	44,8	11,8	9,1	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	8,8	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,6	44,1	11,3	8,5	2,5	13,5	0,3	15,6	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,9	44,4	11,6	8,6	2,6	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	41,0
2006	45,5	45,2	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,4	8,1	4,5	2,1	0,3	0,3	41,6
2007	45,6	45,4	12,5	9,0	3,2	13,9	0,3	15,2	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,9

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie [3]
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	48,4	44,5	10,6	4,8	4,1	25,1	22,1	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,3
2000	46,5	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,7	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,6
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	44,2	10,5	4,9	3,3	25,4	22,6	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	22,4	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2005	47,4	43,5	10,4	5,1	3,0	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4
2006	46,8	43,0	10,2	5,0	2,9	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,9
2007	46,2	42,5	10,1	5,0	3,0	24,5	21,7	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,3

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici [4]							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	-1,4	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,7	19,9	10,6	4,8	4,9	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,5	3,9	19,7	10,4	4,8	4,9	1,8	2,2	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	2,0	19,8	10,3	4,8	5,0	1,8	2,2	8,1	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	8,2	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	4,9	5,2	1,8	2,1	8,3	12,2
2004	-2,9	-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	20,5	10,4	5,1	5,2	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,3
2007	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,5	2,4	20,1	10,1	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,2

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [5]

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	0,0	-3,8	1,4	-7,4	-0,3	-3,6	-3,5	-4,1	-1,2	-4,6	-1,7	-3,7	-3,4	-2,3	2,4
2005	-2,3	-3,4	1,6	-5,1	1,0	-2,9	-4,2	-2,4	-0,1	-3,0	-0,3	-1,5	-6,1	-1,5	2,9
2006	0,3	-1,6	3,0	-2,6	1,8	-2,4	-3,4	-1,2	1,3	-2,5	0,5	-1,5	-3,9	-1,2	4,1
2007	-0,2	0,0	0,3	-2,8	2,2	-2,7	-1,9	3,3	2,9	-1,8	0,4	-0,5	-2,6	-0,1	5,3

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 15. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.
2) Comprende le imposte e i contributi sociali.
3) Spese totali meno spese per interessi.
4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito [1]

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [2]				Altri creditori [3]
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1998	72,8	2,8	15,2	5,3	49,6	52,5	26,5	14,5	11,5	20,4
1999	72,0	2,9	14,4	4,3	50,5	48,8	25,3	13,8	9,7	23,2
2000	69,3	2,7	13,1	3,7	49,7	44,2	22,0	12,4	9,8	25,1
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,4	26,2
2002	68,0	2,7	11,8	4,5	49,0	40,2	19,3	10,7	10,1	27,9
2003	69,2	2,1	12,4	5,0	49,7	39,4	19,5	11,2	8,7	29,7
2004	69,6	2,2	11,9	5,0	50,5	37,6	18,4	10,8	8,3	32,0
2005	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3	35,5	17,2	11,1	7,2	34,7
2006	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5	33,8	17,5	9,4	6,9	34,6
2007	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1	32,3	17,0	8,5	6,9	34,0

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da [4]				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri [5]	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1998	72,8	61,2	6,1	5,2	0,4	8,2	64,6	7,8	15,5	26,4	30,9	71,0	1,8
1999	72,0	60,5	6,0	5,1	0,4	7,3	64,7	6,8	13,6	27,9	30,6	69,9	2,1
2000	69,3	58,1	5,9	4,9	0,4	6,5	62,7	6,1	13,4	27,8	28,0	67,3	1,9
2001	68,2	57,0	6,1	4,7	0,4	7,0	61,2	5,2	13,7	26,5	28,0	66,5	1,7
2002	68,0	56,6	6,3	4,7	0,4	7,6	60,4	5,1	15,3	25,0	27,7	66,6	1,5
2003	69,2	57,0	6,5	5,1	0,6	7,8	61,4	5,0	14,8	25,8	28,6	68,0	1,1
2004	69,6	57,4	6,6	5,1	0,4	7,8	61,7	4,7	14,7	26,2	28,7	68,5	1,1
2005	70,2	57,7	6,7	5,3	0,5	7,9	62,3	4,6	14,9	25,7	29,6	68,9	1,2
2006	68,5	56,0	6,5	5,4	0,5	7,5	61,0	4,5	14,4	24,5	29,6	67,5	1,0
2007	66,3	54,2	6,3	5,3	0,5	7,5	58,9	4,2	14,2	23,4	28,8	65,5	0,8

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2004	94,2	65,6	29,5	98,6	46,2	64,9	103,8	70,2	6,3	72,6	52,4	63,8	58,3	27,6	44,1
2005	92,1	67,8	27,4	98,0	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	70,4	52,3	63,5	63,6	27,5	41,3
2006	88,2	67,6	25,1	95,3	39,7	63,6	106,5	64,8	6,6	64,2	47,9	61,8	64,7	27,2	39,2
2007	84,9	65,0	25,4	94,5	36,2	64,2	104,0	59,8	6,8	62,6	45,4	59,1	63,6	24,1	35,4

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 15. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosettori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.

2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.

3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.

4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

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			
		Fabbisogno [2]	Effetti di rivalutazione [3]	Altre variazioni in volume [4]	Effetto di aggregazione [5]	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [6]	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori [7]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999	2,0	1,6	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-0,9	2,8	-1,6	-0,2	-0,2	3,6
2000	1,0	1,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,2
2002	2,1	2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,7	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,3	-0,3	0,1	3,4
2005	3,1	3,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,7	3,9
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	1,5	0,0	1,1	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,4	0,9	0,1	0,3	-0,5	1,0

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) [8]	Raccordo disavanzo-debito [9]											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione		Altre variazioni in volume	Altro [10]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli [11]	Azioni e altri titoli di capitale				Effetti di cambio		
									Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1999	2,0	-1,4	0,6	0,0	0,5	0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,1	0,4	0,2	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,0	1,0	0,7	0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1
2001	1,9	-1,8	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	0,0	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
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	-2,9	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
2005	3,1	-2,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2006	1,5	-1,3	0,1	0,4	0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3
2007	1,1	-0,6	0,5	0,5	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

1) Dati relativi agli Euro 15 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 2001.
6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
10) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
11) 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
2002 1° trim.	41,8	41,4	10,1	12,7	15,4	1,7	0,7	0,4	0,2	38,4
2° trim.	45,5	45,0	12,4	12,7	15,4	1,9	1,7	0,5	0,3	40,9
3° trim.	43,5	43,0	11,2	12,8	15,4	1,9	0,7	0,4	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	44,0
2003 1° trim.	41,9	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2° trim.	46,0	44,6	12,0	12,9	15,7	2,0	1,4	1,5	1,2	41,7
3° trim.	42,6	42,2	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,1
4° trim.	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 1° trim.	41,3	40,9	9,6	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2° trim.	45,0	44,2	12,1	13,0	15,3	2,0	1,0	0,8	0,6	41,0
3° trim.	42,7	42,2	10,6	12,7	15,4	1,9	0,6	0,5	0,3	39,0
4° trim.	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 1° trim.	42,0	41,5	9,9	13,0	15,3	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2° trim.	44,6	44,0	11,8	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
3° trim.	43,3	42,6	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,5
4° trim.	49,2	48,4	13,4	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,5	42,0	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,5	0,3	39,0
2° trim.	45,8	45,3	12,5	13,6	15,2	2,0	1,3	0,4	0,3	41,5
3° trim.	43,7	43,2	11,5	12,9	15,2	1,9	0,7	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,6	48,9	14,1	14,3	15,9	2,9	0,8	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,3	41,9	10,3	13,5	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	46,3	45,8	13,0	13,6	15,1	2,0	1,4	0,4	0,3	41,9
3° trim.	43,8	43,3	12,1	12,8	15,0	1,9	0,7	0,4	0,3	40,2
4° trim.	49,8	49,2	14,5	14,2	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9
2008 1° trim.	42,3	41,9	10,6	13,1	14,9	1,7	0,8	0,4	0,2	38,8

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
2002 1° trim.	46,1	42,7	10,2	4,4	3,7	24,4	21,1	1,4	3,4	2,0	1,5	-4,3	-0,7
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,8	3,5	24,3	21,1	1,3	3,4	2,3	1,1	-0,9	2,6
3° trim.	46,9	43,2	10,1	4,7	3,5	24,9	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,4	0,1
4° trim.	50,8	46,3	11,1	5,6	3,3	26,4	22,7	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,8	1,5
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-4,9	-1,4
2° trim.	47,1	43,6	10,4	4,8	3,4	25,1	21,7	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,3
3° trim.	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
4° trim.	51,1	46,3	11,0	5,6	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 1° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,1	25,0	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,0	-1,9
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,8	21,4	1,3	3,3	2,3	1,0	-1,6	1,7
3° trim.	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,4	-0,3
4° trim.	50,9	45,7	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 1° trim.	46,9	43,1	10,2	4,7	3,1	25,2	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,8
2° trim.	46,2	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	2,9	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,5	0,4
4° trim.	50,6	45,8	11,1	5,8	2,8	26,1	22,6	1,4	4,8	3,1	1,6	-1,4	1,3
2006 1° trim.	45,4	42,2	10,0	4,5	2,9	24,7	21,2	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2° trim.	45,6	42,3	10,3	4,8	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
3° trim.	45,4	42,0	9,9	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,5	2,5	1,0	-1,8	1,1
4° trim.	50,5	45,2	10,7	5,8	2,7	25,9	22,3	1,3	5,4	3,2	2,2	-1,0	1,7
2007 1° trim.	44,5	41,3	9,8	4,5	3,0	24,0	20,6	1,1	3,1	2,0	1,2	-2,2	0,8
2° trim.	44,8	41,7	10,0	4,8	3,2	23,7	20,7	1,1	3,2	2,3	0,8	1,5	4,6
3° trim.	44,8	41,4	9,7	4,7	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
4° trim.	50,5	45,2	10,7	5,8	2,8	25,9	22,2	1,4	5,3	3,3	1,9	-0,7	2,1
2008 1° trim.	44,5	41,4	9,8	4,6	2,9	24,1	20,5	1,2	3,1	2,0	1,1	-2,2	0,7

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

1) Dati relativi agli Euro 15. 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)

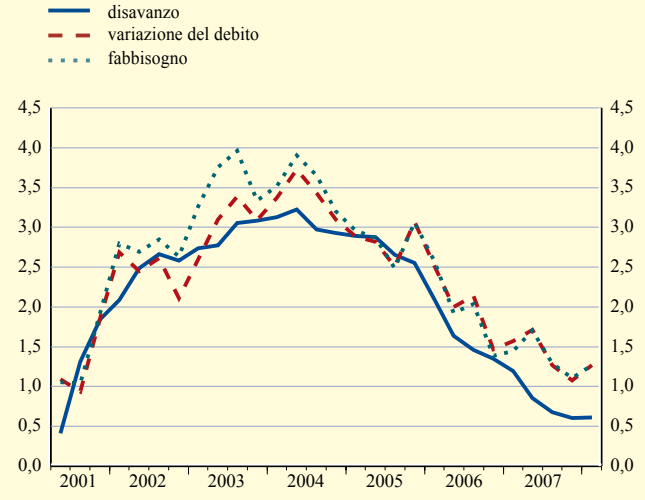
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario [1)]

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2005 2° trim.	71,5	2,3	11,7	5,2	52,3
3° trim.	71,0	2,4	11,8	5,2	51,8
4° trim.	70,2	2,4	11,8	4,7	51,3
2006 1° trim.	70,5	2,5	11,7	4,9	51,4
2° trim.	70,6	2,5	11,6	4,9	51,6
3° trim.	70,1	2,5	11,6	4,7	51,3
4° trim.	68,5	2,5	11,4	4,1	50,5
2007 1° trim.	68,8	2,4	11,4	4,8	50,2
2° trim.	69,0	2,2	11,2	5,1	50,5
3° trim.	68,0	2,1	11,0	5,2	49,7
4° trim.	66,3	2,2	10,8	4,3	49,1
2008 1° trim.	67,1	2,2	10,9	5,1	49,1

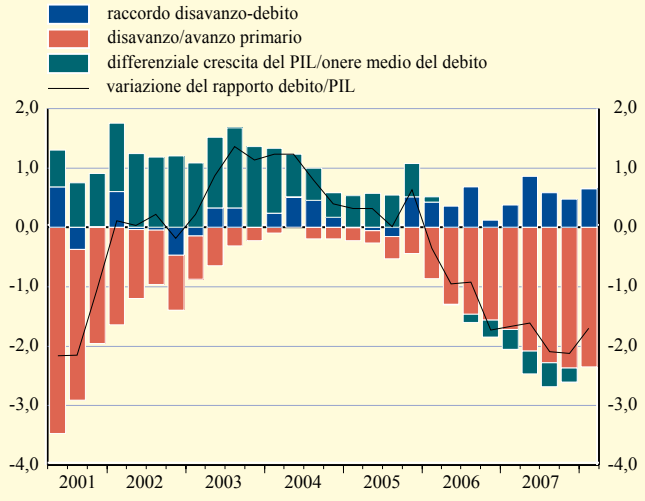
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005 2° trim.	5,4	-1,5	3,9	3,3	2,5	0,0	0,3	0,5	0,1	0,4	5,3
3° trim.	0,6	-2,5	-2,0	-2,4	-2,3	0,0	0,3	-0,4	0,1	0,4	0,5
4° trim.	-0,6	-1,4	-2,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	-1,6	-0,6
2006 1° trim.	4,8	-2,9	1,9	1,3	1,0	0,1	0,6	-0,5	-0,4	1,0	5,2
2° trim.	3,3	0,2	3,5	3,2	2,5	0,1	0,4	0,2	0,6	-0,4	2,6
3° trim.	1,2	-1,8	-0,6	-0,8	-0,7	-0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,0
4° trim.	-3,1	-1,0	-4,1	-2,1	-1,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,1	-1,9	-3,0
2007 1° trim.	5,1	-2,2	2,9	2,0	1,1	0,1	0,6	0,2	-0,2	1,0	5,2
2° trim.	3,7	1,5	5,2	4,7	4,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,3	3,6
3° trim.	-0,6	-1,0	-1,6	-1,6	-2,2	0,0	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,6
4° trim.	-3,6	-0,7	-4,3	-2,9	-2,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-1,3	-3,5
2008 1° trim.	5,7	-2,2	3,5	2,3	1,9	0,0	0,1	0,3	-0,1	1,2	5,7

F28 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito
(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F29 Debito (definizione di Maastricht)
(variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali.
1) Dati relativi agli Euro 15.
2) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

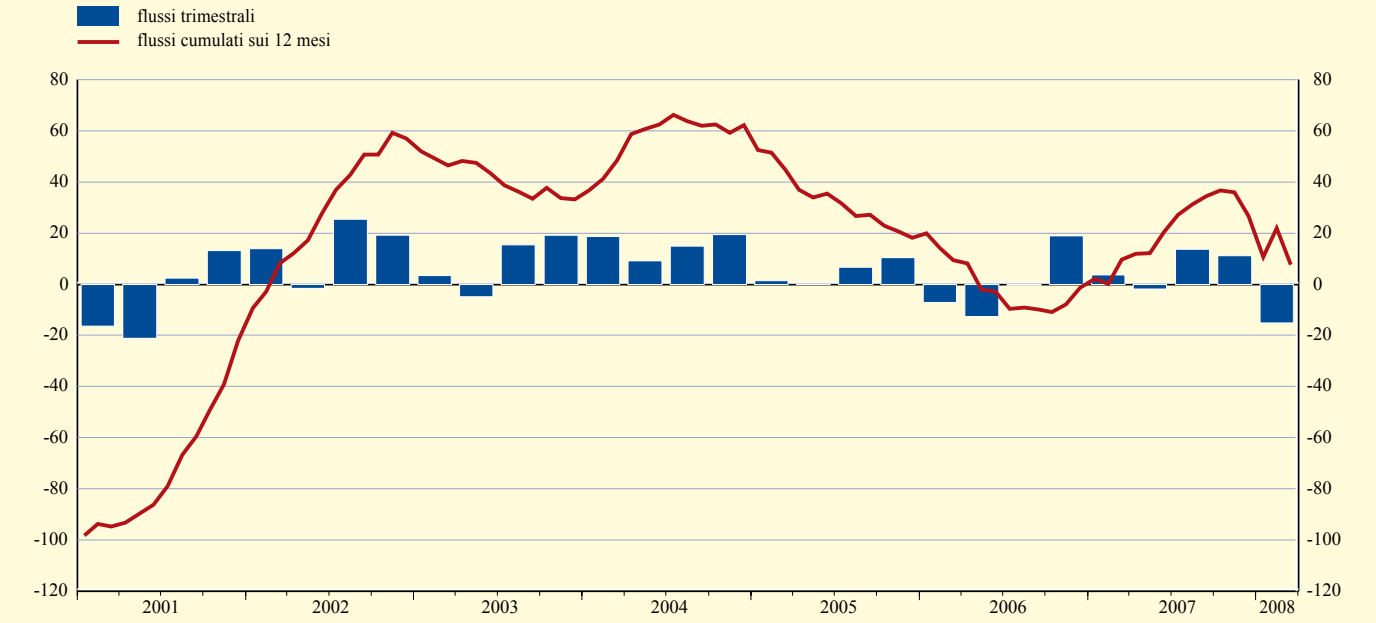
7.1 Bilancia dei pagamenti [1)]

(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
2005	18,1	48,3	37,3	5,4	-72,9	11,4	29,6	9,2	-216,4	131,4	-18,2	94,5	18,0	-38,8
2006	-1,3	19,2	42,3	15,1	-77,9	9,2	7,9	112,4	-144,7	266,3	2,4	-10,3	-1,3	-120,3
2007	26,6	55,6	50,9	4,2	-84,1	13,9	40,5	96,2	-117,3	235,7	-90,5	73,7	-5,3	-136,7
2007 1° trim.	3,7	8,6	9,4	6,9	-21,3	4,6	8,4	29,4	-14,3	142,4	-15,2	-81,9	-1,6	-37,8
2° trim.	-2,0	20,1	14,0	-19,4	-16,7	2,1	0,1	49,8	-57,9	90,4	-19,7	41,2	-4,2	-50,0
3° trim.	13,6	17,1	17,2	5,0	-25,6	1,6	15,2	97,5	-40,9	65,1	-26,8	104,4	-4,4	-112,7
4° trim.	11,1	9,7	10,3	11,6	-20,5	5,6	16,7	-80,5	-4,3	-62,3	-28,8	10,0	4,9	63,8
2008 1° trim.	-15,2	-2,9	10,7	6,1	-29,0	5,6	-9,6	19,2	-104,8	73,4	-14,9	70,7	-5,1	-9,6
2007 mag.	-13,2	4,0	3,8	-16,0	-5,0	1,5	-11,7	6,9	-25,9	11,3	-1,9	24,1	-0,7	4,8
giu.	13,7	11,2	6,5	0,0	-4,0	0,0	13,8	-8,8	-26,9	72,6	-8,3	-44,2	-1,9	-5,0
lug.	6,3	7,8	5,6	0,7	-7,7	0,9	7,2	48,0	-0,1	20,6	-12,9	43,4	-3,0	-55,3
ago.	1,1	3,6	4,3	1,6	-8,5	0,2	1,3	66,5	0,5	3,8	-5,2	66,4	1,0	-67,8
set.	6,2	5,7	7,2	2,8	-9,4	0,4	6,7	-17,0	-41,2	40,7	-8,8	-5,3	-2,3	10,3
ott.	4,2	7,2	4,0	3,3	-10,3	1,4	5,6	-41,0	35,4	-50,9	1,5	-27,0	0,1	35,5
nov.	2,9	4,8	3,1	1,7	-6,7	1,1	3,9	12,6	9,6	9,9	-22,7	15,5	0,3	-16,5
dic.	4,1	-2,2	3,1	6,6	-3,4	3,2	7,3	-52,1	-49,2	-21,2	-7,6	21,4	4,6	44,9
2008 gen.	-18,0	-9,1	3,1	-1,3	-10,8	2,4	-15,6	22,9	-51,9	53,0	-19,2	47,4	-6,4	-7,2
feb.	7,6	4,7	4,3	4,4	-5,8	2,2	9,8	-8,4	-22,4	14,7	1,7	-7,0	4,6	-1,4
mar.	-4,8	1,4	3,2	3,0	-12,4	1,0	-3,8	4,7	-30,5	5,7	2,6	30,2	-3,3	-0,9
apr.	-7,4	4,2	3,0	-7,0	-7,7	0,5	-6,8	18,2	-22,4	-3,7	-14,2	61,9	-3,4	-11,4
mag.	-21,4	-4,4	3,6	-15,7	-5,0	1,8	-19,6	44,2	-10,4	23,0	-29,7	58,6	2,8	-24,6
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2008 mag.	-5,4	35,0	51,3	0,1	-91,8	15,1	9,7	89,8	-209,8	168,1	-122,7	261,3	-7,1	-99,5

F30 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

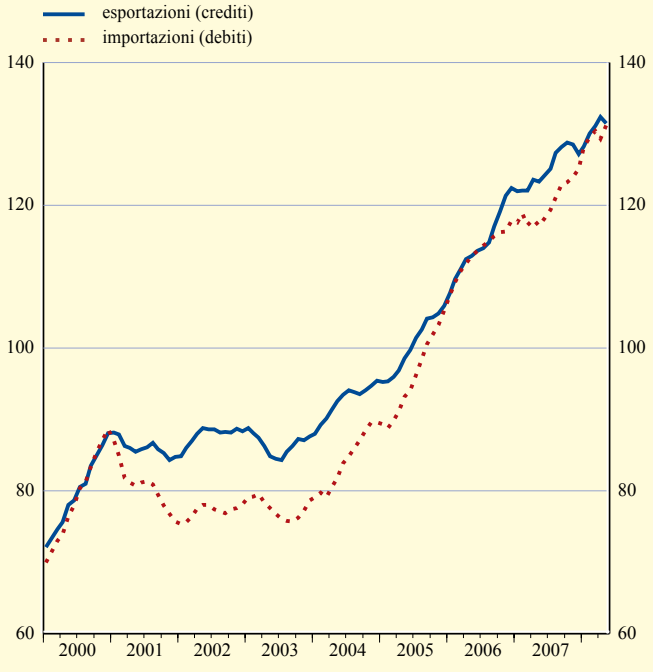
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note Generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro; transazioni)

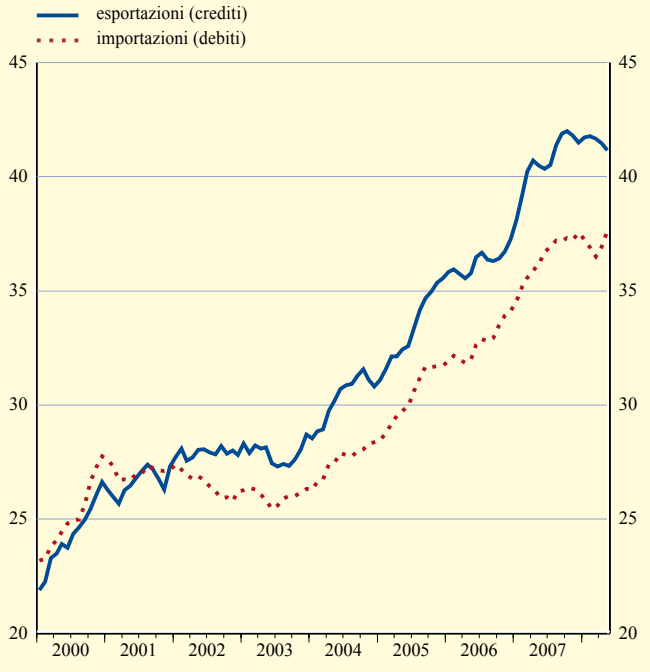
1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente													Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
										Crediti		Debiti			
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2005	2.090,7	2.072,6	18,1	1.220,3	1.172,0	405,9	368,5	378,7	373,3	85,8	5,3	158,8	14,6	24,3	12,9
2006	2.401,1	2.402,4	-1,3	1.391,2	1.372,0	437,0	394,8	483,7	468,6	89,2	5,4	167,0	16,9	23,7	14,5
2007	2.643,9	2.617,3	26,6	1.504,4	1.448,8	492,2	441,3	557,2	553,0	90,1	6,1	174,2	20,3	25,6	11,7
2007 1° trim.	627,5	623,7	3,7	361,5	352,8	111,4	101,9	127,6	120,6	27,0	1,4	48,3	4,6	7,7	3,1
2° trim.	656,0	658,0	-2,0	373,6	353,5	120,2	106,2	142,7	162,0	19,5	1,6	36,2	4,9	4,6	2,5
3° trim.	665,5	651,9	13,6	376,1	359,0	135,4	118,2	137,6	132,6	16,4	1,7	42,1	5,2	4,3	2,8
4° trim.	694,9	683,7	11,1	393,2	383,4	125,2	114,9	149,4	137,8	27,1	1,4	47,6	5,5	8,9	3,4
2008 1° trim.	675,5	690,7	-15,2	387,1	390,1	114,9	104,2	147,6	141,5	25,9	1,5	54,9	5,0	8,9	3,3
2008 mar.	225,5	230,3	-4,8	130,2	128,8	38,3	35,1	52,6	49,5	4,4	.	16,8	.	2,2	1,2
apr.	235,5	242,9	-7,4	138,0	133,7	39,9	36,9	50,1	57,1	7,5	.	15,2	.	1,5	1,0
mag.	226,1	247,5	-21,4	128,8	133,1	40,3	36,7	50,2	65,9	6,8	.	11,8	.	2,7	0,9
	Dati destagionalizzati														
2007 1° trim.	639,8	630,4	9,3	366,3	351,6	120,7	106,7	130,6	130,3	22,1	.	41,8	.	.	.
2° trim.	652,2	642,0	10,1	372,7	354,5	121,1	110,1	136,1	136,9	22,3	.	40,5	.	.	.
3° trim.	675,5	665,7	9,8	384,4	368,7	125,7	111,6	144,0	141,7	21,5	.	43,8	.	.	.
4° trim.	674,0	678,3	-4,3	381,5	375,4	124,5	112,6	146,5	144,0	21,4	.	46,3	.	.	.
2008 1° trim.	691,2	704,0	-12,8	393,3	391,2	125,0	109,5	152,1	154,4	20,8	.	49,0	.	.	.
2007 dic.	221,9	228,1	-6,2	124,7	128,0	41,4	38,0	46,8	45,7	9,0	.	16,4	.	.	.
2008 gen.	229,2	236,9	-7,6	131,9	131,8	41,9	36,5	50,3	52,4	5,1	.	16,1	.	.	.
feb.	238,9	231,6	7,3	133,7	128,7	42,0	36,2	52,6	51,0	10,7	.	15,7	.	.	.
mar.	223,1	235,6	-12,5	127,8	130,6	41,0	36,9	49,2	51,0	5,0	.	17,2	.	.	.
apr.	235,0	233,5	1,5	135,7	128,6	41,4	37,8	47,9	50,0	10,0	.	17,1	.	.	.
mag.	228,7	236,0	-7,3	131,1	134,4	41,0	38,3	49,5	50,3	7,1	.	13,0	.	.	.

F31 Conto dei beni
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F32 Conto dei servizi
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale
(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
			Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
					Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi			
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Utili reinvestiti	Debiti	Utili reinvestiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	15,7	9,3	363,1	364,0	140,2	38,5	97,6	-14,3	15,4	14,4	31,5	69,4	82,2	81,1	93,8	101,5
2006	16,5	10,0	467,2	458,6	171,4	36,8	106,0	39,0	19,7	17,3	39,1	99,2	102,2	85,6	134,7	150,5
2007	17,2	10,6	540,0	542,4	173,1	54,7	104,1	24,9	24,7	20,7	45,1	115,5	119,6	107,8	177,5	194,4
2007 1° trim.	4,2	2,0	123,4	118,6	39,7	18,4	27,0	6,5	5,5	4,8	9,8	18,3	27,9	24,1	40,4	44,4
2° trim.	4,2	2,6	138,5	159,4	44,4	6,2	27,7	1,0	6,3	5,4	15,2	52,5	28,9	26,4	43,7	47,5
3° trim.	4,3	3,2	133,3	129,4	40,4	16,4	23,5	10,7	5,9	5,0	10,9	23,9	30,4	26,7	45,7	50,2
4° trim.	4,6	2,7	144,7	135,0	48,6	13,6	25,9	6,7	6,9	5,5	9,1	20,9	32,4	30,6	47,7	52,2
2008 1° trim.	4,6	2,0	143,1	139,6	48,8	24,0	27,3	13,5	6,3	5,3	9,4	21,2	31,2	34,2	47,4	51,5

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008	Totale	Unione europea 27 (paesi e istituzioni esterni all'area dell'euro)						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.691,9	1.022,0	56,1	85,3	536,0	285,5	59,1	34,9	35,1	79,2	30,9	56,3	90,5	175,5	410,5	757,1
Beni	1.530,0	554,7	34,9	55,1	238,1	226,6	0,0	19,1	18,4	62,4	23,6	33,8	70,2	85,7	194,4	467,7
Servizi	495,7	175,9	10,8	13,2	116,6	29,2	6,0	5,6	6,9	13,5	5,5	10,7	11,3	48,3	83,3	134,9
Redditi	577,3	226,5	9,8	15,5	167,8	26,8	6,6	10,0	9,1	3,0	1,7	11,3	8,8	35,4	125,6	145,6
Redditi da capitale	559,6	220,3	9,7	15,4	165,6	26,6	3,0	10,0	9,0	3,0	1,7	11,3	8,7	28,8	124,0	142,8
Trasferimenti correnti	89,0	64,9	0,7	1,4	13,5	2,9	46,4	0,2	0,7	0,3	0,1	0,4	0,2	6,1	7,3	8,9
Conto capitale	26,7	23,1	0,0	0,1	0,9	0,1	21,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,8	2,3
	Debiti															
Conto corrente	2.684,3	889,9	44,5	81,7	435,5	222,9	105,3	-	29,5	-	-	97,6	-	170,2	362,5	-
Beni	1.486,0	435,5	28,3	51,4	177,0	178,8	0,0	25,7	12,9	165,8	18,9	56,0	95,7	74,8	136,7	464,1
Servizi	443,5	140,8	9,1	10,9	90,5	30,1	0,2	4,4	6,9	10,7	4,0	8,0	8,5	35,8	90,2	134,2
Redditi	573,9	198,7	6,4	17,9	156,8	9,8	7,8	-	7,6	-	-	33,2	-	53,8	128,6	-
Redditi da capitale	563,4	192,4	6,3	17,9	155,4	5,1	7,8	-	7,5	-	-	33,1	-	53,3	127,7	-
Trasferimenti correnti	180,8	114,8	0,7	1,4	11,1	4,2	97,3	1,5	2,0	2,6	0,7	0,4	0,6	5,8	6,9	45,4
Conto capitale	11,9	2,3	0,0	0,1	1,3	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,9	7,5
	Saldo															
Conto corrente	7,6	132,1	11,6	3,6	100,5	62,6	-46,2	-	5,6	-	-	-41,4	-	5,3	48,0	-
Beni	44,0	119,2	6,5	3,7	61,1	47,8	0,0	-6,6	5,5	-103,3	4,7	-22,2	-25,5	10,9	57,7	3,7
Servizi	52,1	35,0	1,7	2,3	26,1	-0,8	5,8	1,2	0,0	2,8	1,6	2,7	2,8	12,5	-6,9	0,6
Redditi	3,4	27,8	3,4	-2,4	11,0	16,9	-1,1	-	1,5	-	-	-21,9	-	-18,4	-3,0	-
Redditi da capitale	-3,8	27,9	3,4	-2,4	10,2	21,5	-4,8	-	1,5	-	-	-21,8	-	-24,5	-3,7	-
Trasferimenti correnti	-91,8	-49,9	0,0	0,0	2,4	-1,4	-50,9	-1,3	-1,3	-2,4	-0,6	0,0	-0,3	0,2	0,3	-36,5
Conto capitale	14,8	20,7	0,0	0,0	-0,4	-0,2	21,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-5,1

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni e altre variazioni del 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)													
2003	7.817,7	8.608,3	-790,7	104,0	114,5	-10,5	2.169,3	2.084,2	2.655,4	3.585,9	-19,8	2.706,1	2.938,3	306,7
2004	8.609,8	9.497,9	-888,1	110,1	121,4	-11,4	2.314,6	2.242,0	3.042,9	4.076,4	-37,3	3.008,7	3.179,5	281,0
2005	10.737,9	11.575,7	-837,8	132,4	142,7	-10,3	2.796,4	2.444,5	3.887,8	5.105,7	-46,2	3.779,7	4.025,5	320,1
2006	12.195,1	13.226,4	-1.031,3	143,5	155,6	-12,1	3.050,2	2.654,1	4.459,3	5.960,7	-43,6	4.403,4	4.611,5	325,8
2007 4° trim.	13.754,8	15.049,5	-1.294,7	154,2	168,7	-14,5	3.472,3	2.988,8	4.710,3	6.715,2	46,5	5.178,5	5.345,5	347,3
2008 1° trim.	13.635,8	14.914,8	-1.279,0	151,5	165,7	-14,2	3.535,6	2.990,3	4.393,3	6.387,8	30,4	5.320,1	5.536,7	356,3
	Variazioni nelle consistenze													
2003	509,9	593,8	-83,9	6,8	7,9	-1,1	162,6	257,7	363,5	341,4	-7,2	50,4	-5,2	-59,4
2004	792,2	889,6	-97,4	10,1	11,4	-1,2	145,3	157,8	387,5	490,6	-17,6	302,6	241,2	-25,7
2005	2.128,0	2.077,8	50,3	26,2	25,6	0,6	481,8	202,5	844,9	1.029,3	-8,8	771,1	846,0	39,1
2006	1.457,3	1.650,7	-193,5	17,1	19,4	-2,3	253,8	209,6	571,5	855,1	2,6	623,7	586,1	5,7
2007 4° trim.	108,6	101,5	7,2	4,7	4,4	0,3	86,4	92,4	-74,8	7,4	46,9	43,2	1,7	6,8
2008 1° trim.	-119,0	-134,7	15,6	-5,3	-6,0	0,7	63,3	1,5	-317,0	-327,4	-16,0	141,6	191,2	9,0
	Transazioni													
2004	812,4	798,3	14,2	10,4	10,2	0,2	161,5	93,9	345,6	416,5	8,3	309,4	287,8	-12,5
2005	1.326,1	1.335,3	-9,2	16,3	16,5	-0,1	364,7	148,3	412,6	544,0	18,2	548,6	643,0	-18,0
2006	1.598,4	1.710,8	-112,4	18,8	20,1	-1,3	346,0	201,3	535,9	802,2	-2,4	717,7	707,3	1,3
2007	1.790,2	1.886,4	-96,2	20,1	21,1	-1,1	402,4	285,1	426,8	662,4	90,5	865,2	938,9	5,3
2007 3° trim.	390,7	488,3	-97,5	17,7	22,1	-4,4	115,8	75,0	33,8	99,0	26,8	209,9	314,3	4,4
4° trim.	293,8	213,3	80,5	12,6	9,2	3,5	78,9	74,7	98,7	36,4	28,8	92,2	102,2	-4,9
2008 1° trim.	482,4	501,6	-19,2	21,5	22,3	-0,9	143,2	38,4	46,5	119,8	14,9	272,8	343,4	5,1
2008 gen.	322,2	345,0	-22,9	.	.	.	82,8	30,9	16,8	69,8	19,2	196,9	244,4	6,4
feb.	135,1	126,7	8,4	.	.	.	34,4	12,0	30,2	44,8	-1,7	76,8	69,9	-4,6
mar.	25,2	29,9	-4,7	.	.	.	26,0	-4,5	-0,5	5,2	-2,6	-1,0	29,2	3,3
apr.	83,8	102,0	-18,2	.	.	.	-18,8	-41,2	31,1	27,4	14,2	53,9	115,8	3,4
mag.	58,2	102,4	-44,2	.	.	.	10,1	-0,3	52,6	75,6	29,7	-31,4	27,2	-2,8
	Altre variazioni													
2003	-154,8	-55,6	-99,2	-2,1	-0,7	-1,3	15,7	121,2	82,0	4,1	-21,0	-200,0	-180,9	-31,6
2004	-20,2	91,3	-111,6	-0,3	1,2	-1,4	-16,2	63,9	41,9	74,1	-25,9	-6,8	-46,7	-13,3
2005	802,0	742,5	59,5	9,9	9,2	0,7	117,1	54,3	432,3	485,2	-27,0	222,5	203,0	57,1
2006	-141,1	-60,0	-81,1	-1,7	-0,7	-1,0	-92,2	8,3	35,6	52,9	5,0	-94,0	-121,3	4,4
2007 4° trim.	-185,2	-111,8	-73,4	-8,0	-4,8	-3,2	7,4	17,7	-173,5	-29,1	18,2	-49,0	-100,5	11,7
2008 1° trim.	-601,5	-636,3	34,8	-26,8	-28,3	1,6	-79,8	-36,9	-363,5	-447,2	-30,9	-131,1	-152,2	3,9
	Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio													
2003	-433,3	-179,7	-253,6	-5,8	-2,4	-3,4	-101,9	26,9	-103,8	-49,8	.	-195,5	-156,9	-32,1
2004	-182,4	-138,3	-44,0	-2,3	-1,8	-0,6	-34,5	8,2	-67,5	-92,0	.	-70,9	-54,5	-9,4
2005	371,9	221,6	150,3	4,6	2,7	1,9	83,2	-21,0	120,7	125,3	.	149,4	117,2	18,7
2006	-292,6	-140,6	-151,9	-3,4	-1,7	-1,8	-66,0	14,5	-85,0	-51,0	.	-126,4	-104,0	-15,2
	Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi													
2003	218,9	158,4	60,5	2,9	2,1	0,8	74,1	32,5	165,4	125,8	-21,0	.	.	0,4
2004	119,1	243,0	-123,9	1,5	3,1	-1,6	37,7	28,2	110,4	214,8	-25,9	.	.	-3,1
2005	285,2	351,1	-65,9	3,5	4,3	-0,8	73,5	55,8	196,5	295,3	-27,0	.	.	42,2
2006	317,1	272,2	44,9	3,7	3,2	0,5	74,8	46,1	220,8	226,0	5,0	.	.	16,4
	Altre variazioni dovute ad altre rettifiche													
2003	59,6	-34,3	93,9	0,8	-0,5	1,2	43,5	61,7	20,5	-72,0	.	-4,5	-24,0	0,2
2004	43,0	-13,4	56,4	0,6	-0,2	0,7	-19,3	27,5	-1,0	-48,7	.	64,1	7,8	-0,7
2005	144,9	169,8	-24,9	1,8	2,1	-0,3	-39,6	19,4	115,1	64,6	.	73,1	85,8	-3,7
2006	-165,7	-191,6	25,9	-1,9	-2,3	0,3	-101,0	-52,3	-100,3	-122,1	.	32,4	-17,2	3,3
	Tassi di crescita delle consistenze													
2003	9,2	8,2	-	.	.	.	7,4	7,4	12,4	10,5	.	9,5	6,1	-7,9
2004	10,3	9,2	-	.	.	.	7,4	4,4	12,8	11,4	.	11,3	9,7	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,4	6,6	13,0	12,8	.	17,7	19,7	-5,9
2006	15,1	14,9	-	.	.	.	12,6	8,3	13,9	15,8	.	19,3	17,7	0,3
2007 3° trim.	17,0	16,7	-	.	.	.	13,4	9,0	11,1	15,6	.	25,1	22,8	3,9
4° trim.	14,7	14,2	-	.	.	.	13,1	10,7	9,6	11,1	.	19,6	20,5	1,7
2008 1° trim.	12,9	12,5	-	.	.	.	14,3	8,9	7,2	7,8	.	16,3	20,7	2,6

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

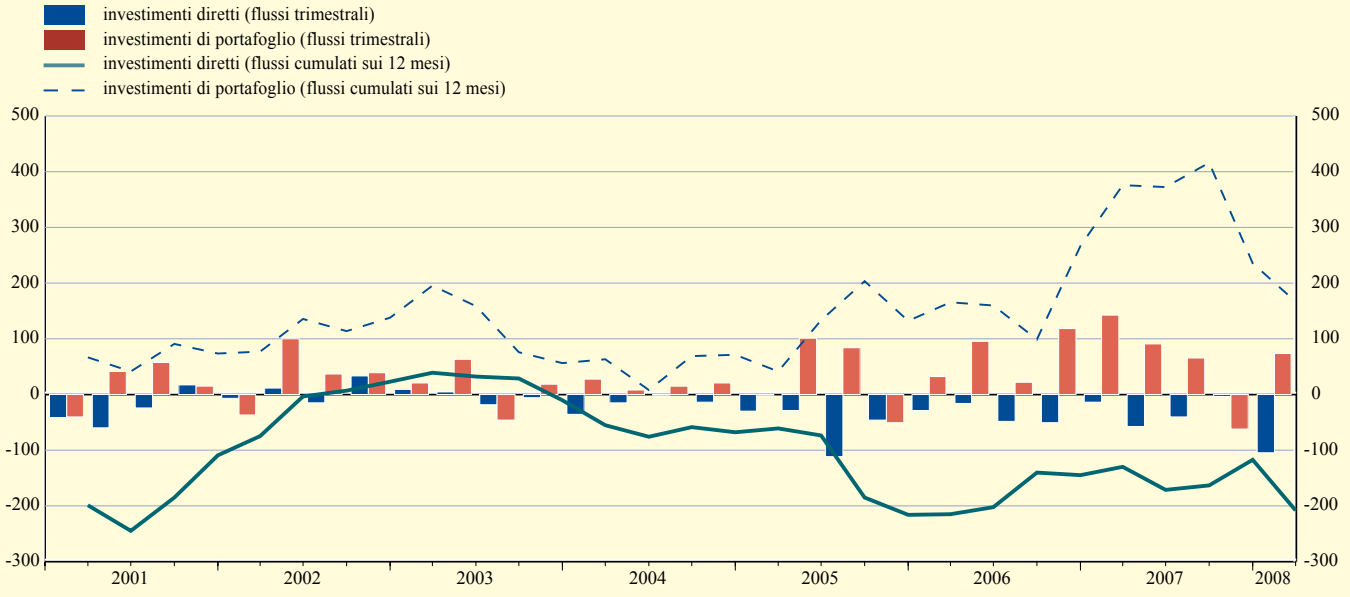
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti							Nell'area dell'euro da non residenti						
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM escluso l'euro-sistema	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)													
2005	2.796,4	2.278,8	176,0	2.102,8	517,6	4,0	513,5	2.444,5	1.839,6	56,2	1.783,4	605,0	8,5	596,4
2006	3.050,2	2.484,8	203,3	2.281,6	565,3	3,7	561,7	2.654,1	2.037,8	61,7	1.976,0	616,4	7,9	608,4
2007 4° trim.	3.472,3	2.818,3	237,0	2.581,3	654,0	8,4	645,6	2.988,8	2.259,1	61,7	2.197,3	729,8	13,7	716,0
2008 1° trim.	3.535,6	2.847,1	237,3	2.609,8	688,6	10,4	678,2	2.990,3	2.271,6	61,5	2.210,2	718,7	13,4	705,2
	Transazioni													
2006	346,0	271,5	38,6	232,9	74,5	0,0	74,5	201,3	171,7	5,8	165,9	29,5	0,1	29,5
2007	402,4	310,0	28,3	281,6	92,4	-0,5	92,9	285,1	185,8	1,9	183,9	99,3	1,3	98,0
2007 3° trim.	115,8	85,9	18,0	68,0	29,9	-0,6	30,5	75,0	51,7	0,4	51,3	23,3	0,3	22,9
4° trim.	78,9	65,3	-4,6	69,8	13,7	0,6	13,0	74,7	29,1	1,9	27,2	45,6	0,7	44,9
2008 1° trim.	143,2	89,7	10,3	79,4	53,5	2,3	51,2	38,4	37,6	-0,1	37,8	0,7	0,1	0,6
2008 gen.	82,8	53,8	6,6	47,1	29,0	0,2	28,8	30,9	22,6	0,3	22,3	8,3	0,9	7,4
feb.	34,4	17,2	3,8	13,4	17,2	-0,5	17,7	12,0	5,4	0,4	5,1	6,5	0,1	6,4
mar.	26,0	18,7	-0,1	18,8	7,3	2,6	4,7	-4,5	9,6	-0,8	10,4	-14,1	-0,9	-13,2
apr.	-18,8	-25,0	4,4	-29,4	6,2	-0,1	6,3	-41,2	-31,9	1,0	-32,9	-9,3	0,0	-9,3
mag.	10,1	10,9	2,2	8,7	-0,8	-1,7	1,0	-0,3	3,7	-2,0	5,7	-4,0	0,4	-4,5
	Tassi di crescita													
2005	15,4	15,8	13,4	16,0	13,4	-1,1	13,5	6,6	7,0	1,7	7,2	5,2	-4,4	5,3
2006	12,6	12,1	23,2	11,2	14,7	-2,2	14,8	8,3	9,3	10,4	9,3	5,0	-0,2	5,0
2007 3° trim.	13,4	12,2	24,2	11,2	18,7	-38,4	18,9	9,0	8,7	2,1	8,9	10,1	1,7	10,2
4° trim.	13,1	12,4	13,6	12,3	16,0	-43,5	16,3	10,7	9,1	3,1	9,3	15,8	8,1	15,8
2008 1° trim.	14,3	13,1	14,8	12,9	19,4	67,9	18,9	8,9	8,3	1,5	8,5	10,7	18,1	10,6

F33 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo, transazioni del periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
							Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM		Totale	IFM		non IFM	
				Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			Eurosistema		Amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2005	3.887,8	1.726,5	102,5	3,0	1.624,0	27,2	1.845,3	710,9	9,0	1.134,4	11,6	316,0	263,0	0,8	53,0	0,4
2006	4.459,3	2.014,1	122,0	2,8	1.892,1	37,0	2.067,8	846,3	11,3	1.221,5	13,4	377,4	310,4	8,7	67,0	0,3
2007 4° trim.	4.710,3	2.046,3	144,4	2,8	1.901,9	41,7	2.260,5	929,2	11,7	1.331,2	15,2	403,5	323,7	8,2	79,8	0,4
2008 1° trim.	4.393,3	1.729,0	94,0	2,6	1.635,0	36,2	2.218,7	921,3	10,5	1.297,4	15,7	445,6	360,4	8,8	85,2	0,5
	Transazioni															
2006	535,9	153,0	18,3	0,0	134,7	6,1	314,5	173,2	2,6	141,3	1,1	68,4	56,2	8,0	12,2	-0,1
2007	426,8	53,0	34,3	-0,1	18,7	5,3	319,5	161,0	2,3	158,5	2,4	54,3	50,8	6,1	3,5	0,3
2007 3° trim.	33,8	7,5	-8,3	0,0	15,8	2,1	42,3	12,2	0,3	30,1	0,7	-16,0	-14,2	0,0	-1,7	-0,2
4° trim.	98,7	17,6	18,8	-0,1	-1,2	0,9	70,0	31,5	0,7	38,5	0,5	11,1	29,1	6,7	-18,0	-9,1
2008 1° trim.	46,5	-47,3	-40,9	0,1	-6,4	-0,6	27,1	25,1	-1,2	2,0	0,5	66,6	53,6	-0,1	13,0	0,1
2008 gen.	16,8	-21,0	-11,3	0,0	-9,8	.	4,5	11,1	-0,7	-6,7	.	33,4	34,3	0,0	-0,9	.
feb.	30,2	-7,9	-2,4	0,0	-5,5	.	23,8	20,9	0,1	2,9	.	14,2	6,6	0,0	7,6	.
mar.	-0,5	-18,4	-27,3	0,1	8,9	.	-1,2	-6,9	-0,6	5,8	.	19,0	12,6	-0,1	6,4	.
apr.	31,1	1,3	1,1	-0,1	0,2	.	26,7	17,9	0,4	8,8	.	3,1	1,6	0,3	1,5	.
mag.	52,6	12,0	3,7	0,1	8,3	.	34,7	10,5	0,7	24,1	.	5,9	3,2	0,2	2,8	.
	Tassi di crescita															
2005	13,0	9,8	18,2	5,9	9,3	19,7	17,0	20,9	9,7	14,7	8,0	5,9	6,2	-6,6	3,5	-8,3
2006	13,9	8,9	18,3	0,9	8,3	21,7	17,4	24,9	29,7	12,7	10,6	21,9	22,3	1.022,8	22,1	-20,8
2007 3° trim.	11,1	3,4	29,1	0,1	1,9	17,3	17,3	21,6	53,0	14,3	24,0	19,0	14,4	11,3	40,7	157,3
4° trim.	9,6	2,6	28,1	-3,0	0,9	13,8	15,6	19,4	20,8	13,1	18,1	14,6	16,8	69,3	4,9	70,1
2008 1° trim.	7,2	-0,6	-20,5	1,9	0,7	9,6	12,0	15,5	1,1	9,6	14,2	22,0	27,0	80,9	2,0	-90,4

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
					Obbligazioni e note				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
								Amministrazioni pubbliche				Amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2005	5.105,7	2.433,7	533,5	1.900,1	2.365,6	723,0	1.642,6	1.175,6	306,4	108,5	198,0	158,5
2006	5.960,7	2.931,4	671,0	2.260,4	2.732,3	845,3	1.887,0	1.253,7	297,0	127,6	169,4	138,6
2007 4° trim.	6.715,2	3.263,2	744,6	2.521,0	3.111,3	1.053,4	2.052,6	1.305,2	340,7	179,1	162,3	143,1
2008 1° trim.	6.387,8	2.896,7	760,5	2.136,6	3.148,9	1.041,1	2.108,3	1.377,4	342,1	164,2	177,9	169,7
	Transazioni											
2006	802,2	302,4	95,1	207,3	498,1	212,9	285,1	149,1	1,6	28,2	-26,5	-20,1
2007	662,4	188,2	60,0	128,1	421,1	194,2	225,2	144,1	53,1	48,4	5,2	12,0
2007 3° trim.	99,0	33,3	21,7	11,8	50,1	28,4	21,7	24,8	15,6	4,1	11,5	12,4
4° trim.	36,4	-30,6	-33,0	2,6	92,9	35,9	55,4	37,3	-25,8	22,3	-47,8	-45,3
2008 1° trim.	119,8	45,5	73,3	-27,8	68,0	23,1	45,0	60,4	6,3	-1,9	8,2	24,3
2008 gen.	69,8	23,7	.	.	39,9	.	.	.	6,2	.	.	.
feb.	44,8	27,5	.	.	23,6	.	.	.	-6,3	.	.	.
mar.	5,2	-5,8	.	.	4,5	.	.	.	6,4	.	.	.
apr.	27,4	-21,1	.	.	28,5	.	.	.	20,0	.	.	.
mag.	75,6	19,2	.	.	71,1	.	.	.	-14,7	.	.	.
	Tassi di crescita											
2005	12,8	13,0	.	.	11,2	.	.	.	23,6	.	.	.
2006	15,8	12,3	17,7	10,8	21,8	31,4	17,7	13,1	0,5	26,7	-13,1	-12,5
2007 3° trim.	15,6	10,6	17,4	8,6	20,3	31,9	15,3	13,3	24,4	39,8	16,0	23,6
4° trim.	11,1	6,4	8,8	5,6	15,5	23,1	12,0	11,8	17,8	37,6	3,4	8,9
2008 1° trim.	7,8	4,0	10,4	2,0	11,7	15,8	9,7	13,8	11,3	29,4	-1,0	9,8

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)

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 commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi		Totale	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	
											Banconote, monete e depositi				Banconote, monete e depositi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2005	3.779,7	7,9	7,2	0,7	2.522,1	2.466,0	56,2	127,6	19,7	60,8	11,8	1.122,1	188,9	802,7	347,9
2006	4.403,4	11,3	10,6	0,7	2.946,2	2.887,1	59,1	117,1	14,2	57,8	15,4	1.328,7	187,2	990,3	377,7
2007 4° trim.	5.178,5	23,3	22,7	0,7	3.354,7	3.282,9	71,9	107,1	13,4	47,8	13,5	1.693,3	196,8	1.366,3	437,2
2008 1° trim.	5.320,1	33,2	32,9	0,3	3.462,3	3.392,7	69,6	99,8	13,3	41,9	11,2	1.724,9	199,3	1.394,4	445,4
	Transazioni														
2006	717,7	3,3	3,3	0,0	521,4	517,2	4,2	-2,0	0,0	-2,7	3,1	194,9	5,2	176,2	25,0
2007	865,2	13,3	13,3	0,0	560,3	548,9	11,4	-6,9	-0,5	-7,1	-2,0	298,5	10,2	274,2	17,7
2007 3° trim.	209,9	1,8	1,8	0,0	75,9	78,7	-2,8	-18,2	-0,1	-18,4	-14,1	150,4	3,1	147,1	5,1
4° trim.	92,2	3,4	3,4	0,0	57,1	55,4	1,8	1,3	-0,4	1,7	-0,1	30,4	3,3	27,5	-19,8
2008 1° trim.	272,8	9,3	9,3	0,0	217,8	213,7	4,1	-5,3	-0,1	-5,0	-1,3	51,0	6,4	42,6	14,3
2008 gen.	196,9	3,5	.	.	187,0	.	.	-4,1	.	.	-4,0	10,6	.	.	6,8
feb.	76,8	2,1	.	.	64,2	.	.	0,5	.	.	4,1	10,0	.	.	-8,0
mar.	-1,0	3,8	.	.	-33,4	.	.	-1,7	.	.	-1,4	30,4	.	.	15,4
apr.	53,9	2,2	.	.	50,3	.	.	1,9	.	.	1,4	-0,5	.	.	-16,4
mag.	-31,4	-0,7	.	.	-33,8	.	.	3,9	.	.	3,8	-0,8	.	.	-9,9
	Tassi di crescita														
2005	17,7	21,0	23,1	3,3	19,3	19,7	6,0	-3,5	0,2	-9,1	12,7	17,1	5,2	20,3	1,3
2006	19,3	41,9	45,7	3,1	21,1	21,3	7,6	-1,6	0,0	-4,5	26,1	17,5	2,8	22,3	7,0
2007 3° trim.	25,1	111,9	119,5	3,1	26,0	26,2	15,1	-2,7	-0,8	-7,6	11,4	24,7	4,7	30,4	7,9
4° trim.	19,6	117,9	125,5	-3,9	19,1	19,1	18,9	-6,0	-3,8	-12,4	-13,3	22,0	5,4	26,5	5,0
2008 1° trim.	16,3	119,0	124,2	-5,3	15,4	15,5	10,2	-4,4	-4,3	-9,9	17,5	18,7	7,0	22,2	-0,5

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 commerciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2005	4.025,5	82,4	82,2	0,2	3.114,2	3.061,8	52,4	44,9	0,0	41,1	3,8	784,0	133,1	581,0	70,0
2006	4.611,5	100,2	100,0	0,2	3.487,0	3.433,1	53,9	48,3	0,0	44,4	3,8	976,1	144,5	744,1	87,5
2007 4° trim.	5.345,5	138,2	137,9	0,2	3.943,6	3.874,8	68,9	51,8	0,0	46,2	5,6	1.211,9	156,9	945,2	109,8
2008 1° trim.	5.536,7	158,2	157,8	0,4	4.073,8	4.032,5	41,3	51,0	0,0	46,9	4,1	1.253,8	160,5	980,1	113,1
	Transazioni														
2006	707,3	18,6	18,5	0,0	496,1	492,8	3,2	2,0	0,0	2,1	-0,1	190,8	11,7	167,2	11,9
2007	938,9	52,5	52,5	0,0	639,2	634,0	5,2	2,9	0,0	3,1	-0,1	244,3	10,8	240,9	-7,5
2007 3° trim.	314,3	-1,3	-1,3	0,0	139,1	138,4	0,8	3,8	0,0	3,1	0,7	172,6	3,1	174,7	-5,2
4° trim.	102,2	37,5	37,5	-0,1	50,8	50,5	0,3	-1,7	0,0	-0,7	-0,9	15,6	3,7	20,2	-8,3
2008 1° trim.	343,4	21,3	21,2	0,2	283,9	281,3	2,7	-0,3	0,0	1,4	-1,7	38,4	3,2	31,6	3,6
2008 gen.	244,4	10,5	.	.	197,7	.	.	4,3	.	.	.	31,9	.	.	.
feb.	69,9	-8,4	.	.	109,1	.	.	-4,2	.	.	.	-26,6	.	.	.
mar.	29,2	19,2	.	.	-22,9	.	.	-0,3	.	.	.	33,2	.	.	.
apr.	115,8	8,7	.	.	116,8	.	.	-0,3	.	.	.	-9,4	.	.	.
mag.	27,2	19,1	.	.	1,7	.	.	-1,6	.	.	.	7,9	.	.	.
	Tassi di crescita														
2005	19,7	8,9	8,9	4,3	19,2	19,5	4,3	-4,6	10,3	-4,4	-7,2	24,9	11,5	30,2	13,1
2006	17,7	22,6	22,6	6,6	16,2	16,3	6,1	4,2	-24,1	5,0	-3,2	24,0	8,7	28,3	16,8
2007 3° trim.	22,8	20,6	20,6	8,4	20,3	20,5	10,5	3,4	17,8	2,1	9,9	33,2	7,4	42,3	5,1
4° trim.	20,5	52,7	52,8	-3,3	18,5	18,6	9,6	5,9	53,8	6,8	-8,2	24,8	7,3	32,4	-5,7
2008 1° trim.	20,7	67,3	67,4	17,6	17,9	18,0	9,9	3,9	24,6	6,2	-13,8	27,5	10,9	35,7	-8,3

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 nel periodo)

7. Altri investimenti: attività

	Riserve ufficiali														Per memoria	
															Attività	Passività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Attività in valuta estera presso residenti dell'area dell'euro	Deflussi previsti a breve termine di valuta estera
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							Presso autorità monetarie e la BRI	Presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e note	Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2004	281,0	125,4	389,998	3,9	18,6	133,0	12,5	25,5	94,7	0,5	56,6	37,6	0,4	0,0	19,1	-12,8
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007 3° trim.	340,5	187,0	356,925	4,7	3,8	144,9	7,5	27,5	109,6	0,3	85,8	23,5	0,4	0,0	26,2	-26,8
4° trim.	347,3	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,7	20,4	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 1° trim.	356,3	208,4	353,060	4,3	3,4	140,1	6,6	26,8	105,9	0,5	89,8	15,6	0,9	0,1	36,7	-37,3
2008 apr.	348,7	197,8	352,868	4,3	3,4	143,1	8,0	25,4	109,8	-	-	-	0,0	0,0	44,7	-48,1
mag.	349,2	201,4	352,697	4,3	4,1	139,3	6,7	23,8	109,0	-	-	-	-0,1	0,0	59,8	-60,0
giu.	354,5	207,9	352,314	4,3	4,0	138,3	7,4	24,0	105,6	-	-	-	1,2	0,0	59,4	-59,2
	Transazioni															
2005	-18,0	-3,9	-	0,2	-8,6	-5,7	-0,2	-7,2	1,6	0,0	4,8	-3,2	0,0	0,0	-	-
2006	1,3	-4,2	-	0,5	-5,2	10,2	-6,1	2,7	13,7	0,0	19,4	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,3	-2,9	-	0,3	-0,9	8,8	0,9	1,8	6,0	0,0	14,3	-8,3	0,0	0,0	-	-
2007 3° trim.	4,4	-0,3	-	0,1	-0,3	4,9	2,0	0,9	2,1	0,1	2,3	-0,2	0,0	0,0	-	-
4° trim.	-4,9	-1,5	-	0,1	-0,2	-3,3	-0,4	-4,4	1,5	0,1	4,0	-2,6	0,1	0,0	-	-
2008 1° trim.	5,1	-0,6	-	-0,3	0,0	5,9	-0,7	5,7	0,9	0,1	6,1	-5,3	0,1	0,1	-	-
	Tassi di crescita															
2004	-4,1	-0,9	-	-10,4	-17,0	-4,6	30,2	-10,7	-6,1	-46,6	-22,4	45,1	-55,8	-	-	-
2005	-5,9	-2,8	-	4,4	-44,6	-4,1	-2,0	-25,3	1,5	2,2	7,1	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,4	-73,2	-	-	-
2007 3° trim.	3,9	-1,4	-	10,7	-32,6	12,5	74,5	15,1	9,2	-29,8	18,8	-14,6	-86,9	-	-	-
4° trim.	1,7	-1,6	-	7,3	-18,0	6,2	14,1	7,3	5,6	1,1	18,4	-27,4	-59,1	-	-	-
2008 1° trim.	2,6	-1,6	-	0,4	-2,9	8,5	32,2	10,2	7,1	407,6	18,0	-33,1	-46,5	-	-	-

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro,consistenze a fine periodo, transazioni nel periodo)

8. Scomposizione geografica

	Totale	Unione europea 27 (paesi 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
2006	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	396,0	-63,7	-7,2	-21,0	-219,6	184,4	-0,3	37,0	22,1	-6,2	77,4	-24,8	-6,1	-0,2	360,5
All'estero	3.050,2	1.120,0	35,1	83,4	804,4	197,0	0,0	90,2	24,9	68,2	300,3	608,0	329,7	0,0	508,9
Azioni/utili reinvestiti	2.484,8	906,9	32,0	58,1	644,9	171,8	0,0	71,0	20,1	63,5	250,4	453,1	307,4	0,0	412,4
Debito	565,3	213,1	3,1	25,3	159,4	25,3	0,0	19,2	4,8	4,7	49,9	154,9	22,3	0,0	96,5
Nell'area dell'euro	2.654,1	1.183,7	42,3	104,5	1.024,0	12,7	0,3	53,1	2,7	74,4	222,9	632,8	335,8	0,3	148,4
Azioni/utili reinvestiti	2.037,8	951,9	36,8	86,3	826,7	1,8	0,2	47,3	0,3	60,7	164,8	477,1	209,6	0,0	126,1
Debito	616,4	231,8	5,5	18,2	197,2	10,9	0,1	5,9	2,5	13,7	58,0	155,7	126,2	0,3	22,3
Investimenti di portafoglio: attività	4.459,3	1.375,3	65,7	141,4	1.006,1	93,5	68,6	85,1	37,6	262,8	141,2	1.455,5	529,2	32,2	540,3
Azioni	2.014,1	486,5	12,3	58,4	393,2	22,4	0,1	22,6	35,2	181,0	128,7	671,0	216,6	1,4	271,1
Strumenti di debito	2.445,2	888,9	53,4	83,0	612,9	71,2	68,4	62,4	2,4	81,8	12,5	784,5	312,6	30,8	269,3
Obbligazioni e *note*	2.067,8	732,6	48,6	71,1	474,4	70,4	68,2	60,2	2,3	62,3	8,5	660,3	273,0	29,8	238,8
Strumenti di mercato monetario	377,4	156,3	4,9	11,9	138,5	0,8	0,2	2,3	0,0	19,6	4,0	124,2	39,5	1,0	30,5
Altri investimenti	-208,2	92,8	86,4	13,5	116,3	25,2	-148,6	-1,6	3,9	-37,5	-50,2	-5,1	-215,7	-20,0	25,2
Attività	4.403,4	2.291,6	111,4	69,2	1.988,1	113,3	9,5	19,5	25,3	73,7	263,5	586,7	438,6	45,7	659,0
Amministrazioni pubbliche	117,1	25,2	2,1	0,1	14,2	1,5	7,4	0,0	1,9	0,2	0,1	3,1	1,4	38,5	46,7
IFM	2.957,5	1.718,0	95,7	47,9	1.490,9	82,8	0,8	11,0	12,0	38,9	162,7	344,7	274,7	6,6	389,0
Altri settori	1.328,7	548,3	13,6	21,2	483,0	29,1	1,4	8,4	11,4	34,7	100,7	238,9	162,5	0,6	223,3
Passività	4.611,5	2.198,8	25,0	55,7	1.871,8	88,1	158,1	21,0	21,3	111,2	313,6	591,8	654,3	65,7	633,8
Amministrazioni pubbliche	48,3	24,1	0,0	0,3	2,4	0,0	21,4	0,0	0,0	0,7	0,0	6,2	0,2	2,7	14,3
IFM	3.587,2	1.659,8	19,5	35,0	1.440,4	67,9	97,0	14,2	8,5	60,3	253,7	416,6	583,6	60,4	530,2
Altri settori	976,1	514,9	5,5	20,4	429,0	20,2	39,8	6,8	12,8	50,3	59,9	169,0	70,5	2,6	89,3
dal 2° trim. 2007 al 1° trim. 2008	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	207,9	90,7	2,0	-2,1	66,5	24,3	0,0	17,9	2,9	2,1	22,3	-35,3	40,7	-0,2	66,8
All'estero	451,8	129,5	1,3	5,4	90,9	32,0	0,0	19,7	2,7	10,3	40,6	76,1	73,3	-0,1	99,7
Azioni/utili reinvestiti	334,9	99,5	0,6	3,5	70,0	25,4	0,0	12,4	0,7	3,8	26,1	60,6	62,4	0,0	69,5
Debito	116,9	30,1	0,7	1,9	20,9	6,5	0,0	7,3	2,0	6,5	14,5	15,5	10,9	-0,1	30,2
Nell'area dell'euro	244,0	38,8	-0,7	7,4	24,4	7,7	0,0	1,8	-0,2	8,3	18,3	111,4	32,6	0,1	32,9
Azioni/utili reinvestiti	172,8	44,4	-1,8	8,6	36,8	0,8	0,0	-0,3	0,1	8,8	9,3	74,7	22,2	0,0	13,6
Debito	71,2	-5,6	1,1	-1,2	-12,4	6,9	0,0	2,1	-0,3	-0,6	9,0	36,8	10,4	0,1	19,2
Investimenti di portafoglio: attività	328,5	92,7	0,2	7,0	75,7	2,8	6,9	4,8	1,4	-15,9	-15,7	127,6	20,2	-3,3	116,7
Azioni	-10,7	-17,5	0,2	1,1	-20,0	1,1	0,1	-1,6	0,6	-28,2	-19,6	4,2	29,9	-0,1	21,5
Strumenti di debito	339,2	110,2	0,1	5,9	95,7	1,7	6,8	6,5	0,8	12,3	3,9	123,4	-9,8	-3,2	95,1
Obbligazioni e *note*	253,9	64,0	0,8	2,1	53,1	1,7	6,3	7,0	0,4	4,7	2,3	86,5	6,1	-2,8	85,6
Strumenti di mercato monetario	85,3	46,2	-0,7	3,8	42,6	0,0	0,5	-0,6	0,5	7,6	1,5	36,9	-15,9	-0,4	9,5
Altri investimenti	-226,3	-251,8	52,9	-1,2	-338,5	49,0	-14,0	1,0	16,5	4,2	-74,4	-93,1	42,6	29,4	99,5
Attività	770,8	199,4	23,9	2,2	99,6	67,3	6,5	3,6	9,7	16,0	-38,8	314,4	121,8	14,2	130,6
Amministrazioni pubbliche	-4,6	-1,4	1,0	0,2	-3,0	-0,3	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-3,7
IFM	504,3	139,2	20,6	3,4	42,1	67,6	5,5	2,6	6,2	24,9	-37,7	133,9	98,6	13,7	122,9
Altri settori	271,1	61,7	2,3	-1,4	60,5	0,0	0,3	1,0	3,5	-8,9	-1,2	180,4	23,2	0,0	11,4
Passività	997,1	451,2	-29,0	3,4	438,1	18,3	20,5	2,6	-6,8	11,8	35,5	407,5	79,3	-15,2	31,1
Amministrazioni pubbliche	2,0	3,9	-0,1	0,1	-3,9	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	-0,8	-0,9
IFM	722,0	407,3	-28,6	0,5	414,2	13,1	8,1	2,0	-8,0	11,2	22,9	203,5	66,5	-14,3	31,0
Altri settori	273,0	40,1	-0,3	2,8	27,8	5,2	4,6	0,6	1,1	0,7	12,6	204,3	12,7	-0,1	1,0

Fonte: BCE.

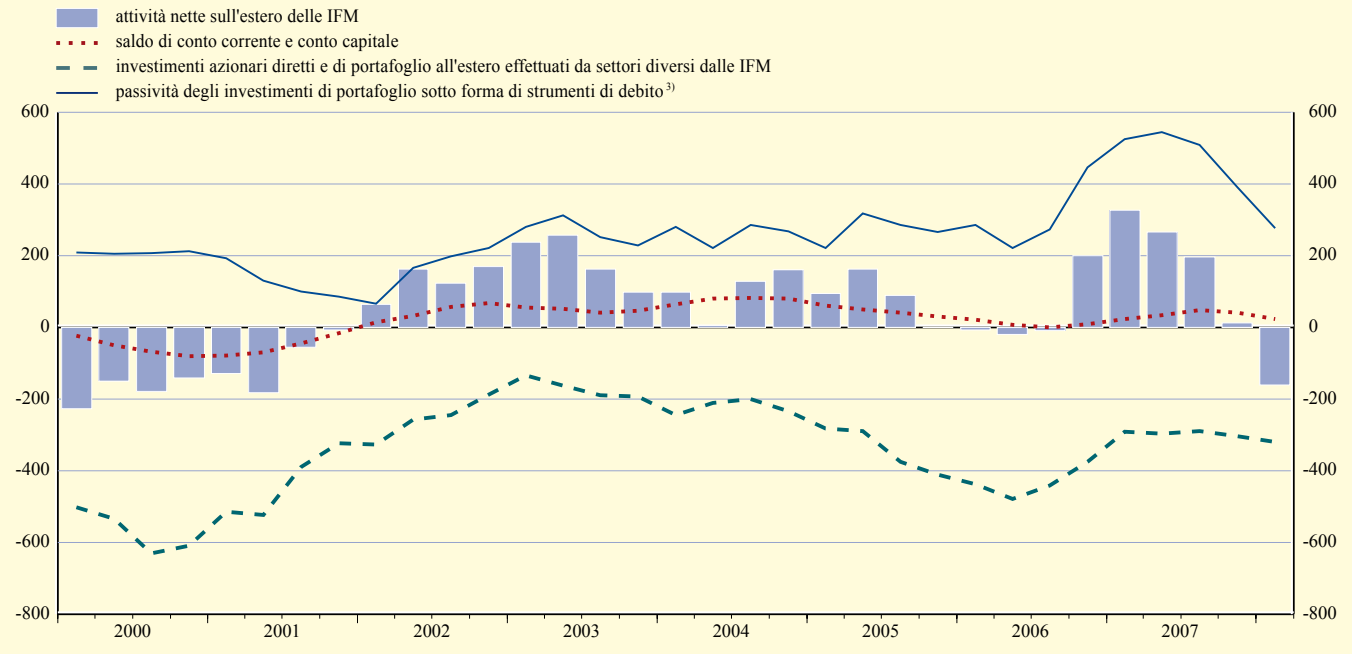
7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti [1]

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività Azioni [2]	Passività Strumenti di debito [3]	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	29,9	-349,1	149,6	-264,8	212,4	266,2	-150,8	148,2	-18,2	-33,9	-10,6	-0,1
2006	9,7	-313,5	206,6	-288,3	242,1	445,2	-192,9	192,8	2,4	-114,8	189,4	200,3
2007	41,4	-375,3	283,8	-182,0	142,4	390,1	-291,6	247,3	-90,7	-129,7	35,8	13,3
2007 1° trim.	8,7	-90,2	80,0	-52,4	91,4	165,4	-70,9	10,5	-15,2	-36,1	91,1	88,2
2° trim.	-0,1	-101,3	53,8	-67,4	65,6	134,1	-56,8	46,7	-19,8	-56,7	-2,0	-0,2
3° trim.	14,9	-99,5	76,1	-42,9	25,3	48,0	-132,1	176,7	-26,8	-104,8	-65,3	-67,3
4° trim.	17,9	-84,3	74,1	-19,3	-39,8	42,6	-31,8	13,4	-28,8	68,0	12,0	-7,5
2008 1° trim.	-9,8	-130,6	38,2	-8,7	5,8	52,5	-45,7	38,1	-14,9	-9,4	-84,3	-85,2
2007 mag.	-11,9	-42,7	21,5	-19,8	12,1	47,3	-24,9	6,2	-1,9	4,7	-9,4	-13,5
giu.	13,8	-35,4	11,5	-27,4	65,3	45,7	-23,1	17,4	-8,4	-10,8	48,6	55,7
lug.	7,0	-25,5	26,7	-22,3	33,1	19,5	32,2	4,9	-12,9	-53,7	9,0	8,2
ago.	1,2	-28,5	33,3	-11,1	-14,7	23,6	-12,6	31,8	-5,1	-66,9	-48,9	-51,1
set.	6,6	-45,5	16,0	-9,5	7,0	4,8	-151,7	139,9	-8,8	15,8	-25,3	-24,4
ott.	5,8	-34,9	59,2	-12,7	-24,2	4,3	-26,4	3,9	1,4	36,9	13,3	11,9
nov.	4,3	-28,4	41,5	-2,4	-7,3	64,9	-12,6	10,7	-22,7	-14,5	33,5	28,6
dic.	7,8	-21,0	-26,6	-4,2	-8,3	-26,6	7,3	-1,1	-7,6	45,6	-34,8	-48,0
2008 gen.	-15,8	-75,9	30,0	17,4	-9,8	33,7	-6,5	36,1	-19,2	-7,1	-17,1	-18,5
feb.	9,8	-31,1	11,9	-5,0	19,9	15,9	-10,5	-30,8	1,7	-1,4	-19,7	-13,9
mar.	-3,9	-23,5	-3,6	-21,1	-4,3	2,9	-28,7	32,8	2,6	-0,9	-47,5	-52,8
apr.	-6,9	23,1	-41,2	-10,5	-37,2	43,8	-1,4	-9,6	-14,2	-11,3	-65,3	-75,3
mag.	-19,7	-9,7	-0,8	-35,2	4,2	36,7	-3,1	6,3	-29,7	-24,5	-75,5	-70,1
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2008 mag.	10,2	-336,3	157,9	-144,0	23,6	269,3	-237,2	242,4	-122,8	-92,9	-229,8	-249,8

F34 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM [1]

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
2) Escluse le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.
3) Esclusi i titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

7.5 Commercio di beni

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2004	9,0	9,3	1.144,5	543,6	246,3	313,7	995,0	1.075,8	605,0	184,2	256,7	771,3	130,0
2005	7,8	13,4	1.238,3	589,9	269,0	333,8	1.068,7	1.227,4	706,2	208,2	277,0	846,8	187,0
2006	11,6	13,7	1.384,9	686,5	296,4	365,3	1.182,9	1.397,4	857,0	216,4	304,5	943,8	224,6
2007	8,4	5,7	1.501,3	736,8	323,8	393,3	1.276,2	1.474,6	897,7	224,1	323,9	1.010,5	222,2
2006 4° trim.	12,3	7,6	363,0	181,9	77,3	95,3	312,2	356,6	219,0	53,9	78,3	246,4	51,8
2007 1° trim.	9,0	5,2	367,9	180,5	79,5	96,5	311,6	359,0	216,4	56,8	79,7	250,2	47,5
2° trim.	9,4	3,6	370,6	181,5	80,3	97,0	317,2	360,2	220,6	53,9	79,2	249,9	52,5
3° trim.	10,1	6,4	381,2	187,3	81,8	100,0	326,2	375,4	227,2	57,3	82,4	259,5	57,5
4° trim.	5,4	7,4	381,6	187,5	82,3	99,8	321,3	380,0	233,5	56,1	82,5	250,8	64,7
2008 1° trim.	6,7	9,4	395,1	193,9	84,1	104,2	331,3	395,2	246,9	57,2	81,6	255,7	70,0
2007 dic.	-0,2	5,1	124,5	61,2	26,5	32,6	103,8	125,9	79,2	18,0	26,8	82,2	22,8
2008 gen.	10,1	12,6	132,3	65,3	28,3	35,2	110,7	133,6	82,6	19,5	28,0	85,9	24,6
feb.	12,8	10,1	134,1	65,8	28,6	35,6	112,9	131,7	81,6	19,1	27,3	86,0	21,5
mar.	-1,7	5,5	128,7	62,8	27,2	33,4	107,7	129,9	82,7	18,6	26,3	83,8	23,9
apr.	15,9	15,8	135,8	67,4	28,6	35,7	112,5	134,5	84,7	18,6	27,2	84,4	23,9
mag.	4,1	9,1	131,2	.	.	.	108,1	132,8	.	.	.	83,2	.
	Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2004	9,0	6,4	117,5	114,9	120,2	118,6	118,6	108,0	104,1	108,8	117,6	109,0	106,2
2005	4,7	5,0	123,5	119,7	129,8	123,6	124,6	114,0	107,5	123,5	123,6	117,1	110,6
2006	7,8	6,0	133,5	133,6	140,2	131,2	134,4	121,0	117,9	128,5	131,3	126,1	110,0
2007	6,0	4,2	141,5	138,8	151,0	139,4	142,1	125,9	119,8	136,7	138,5	133,8	107,0
2006 4° trim.	9,6	6,0	139,2	140,5	145,8	136,8	140,7	125,2	122,6	130,0	134,9	131,0	111,4
2007 1° trim.	7,2	6,3	139,9	137,2	148,9	137,0	139,2	126,2	121,2	137,1	137,0	132,4	108,1
2° trim.	6,5	3,4	139,4	136,3	149,2	137,7	140,7	124,4	119,6	132,2	137,0	132,4	105,8
3° trim.	7,4	5,3	143,2	140,5	152,4	141,4	144,9	126,8	119,5	140,1	139,4	136,7	106,5
4° trim.	3,4	1,7	143,5	141,0	153,7	141,7	143,7	126,3	119,0	137,5	140,6	133,7	107,9
2008 1° trim.	3,8	-1,0	146,1	142,4	154,6	146,1	146,8	125,7	119,4	138,9	137,2	134,4	109,2
2007 dic.	-2,1	-1,3	140,2	138,2	147,1	139,0	139,3	124,1	119,3	132,2	136,5	131,4	109,7
2008 gen.	6,9	2,0	147,3	144,5	155,9	148,9	147,8	128,2	121,1	142,4	140,0	135,4	117,1
feb.	9,6	-0,2	148,6	145,0	158,8	148,9	149,8	126,0	118,9	137,9	137,7	135,2	101,6
mar.	-4,0	-4,7	142,5	137,8	149,3	140,6	143,0	123,0	118,2	136,3	134,0	132,6	109,1
apr.	13,4	5,4	150,6	147,5	158,6	150,1	149,6	127,4	120,7	137,0	140,1	134,2	106,8
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Indici di valore unitario (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2004	-0,1	2,7	97,6	96,6	95,7	101,2	97,3	97,4	98,3	92,3	99,0	96,3	99,6
2005	2,9	8,0	100,4	100,6	96,8	103,3	99,4	105,2	111,1	91,8	101,5	98,5	137,7
2006	3,6	7,4	104,0	104,9	98,7	106,5	102,0	113,0	123,1	91,9	105,1	101,9	166,5
2007	2,2	1,4	106,3	108,4	100,1	107,9	104,1	114,6	126,8	89,4	106,0	102,8	169,3
2006 4° trim.	2,6	1,5	104,5	105,8	99,0	106,6	102,9	111,5	121,0	90,5	105,3	102,4	151,5
2007 1° trim.	1,7	-1,0	105,4	107,5	99,7	107,9	103,8	111,3	120,9	90,3	105,5	102,9	143,5
2° trim.	2,8	0,2	106,6	108,8	100,5	107,8	104,5	113,3	124,9	89,0	104,9	102,8	162,1
3° trim.	2,5	0,9	106,7	108,9	100,3	108,3	104,4	115,8	128,7	89,3	107,2	103,4	176,2
4° trim.	2,0	5,6	106,6	108,7	100,0	107,8	103,7	117,7	132,8	89,0	106,3	102,2	195,5
2008 1° trim.	2,8	10,5	108,4	111,2	101,6	109,2	104,6	123,0	140,0	89,9	107,8	103,6	209,0
2007 dic.	1,9	6,4	106,8	108,5	100,8	107,6	103,7	119,0	134,8	89,2	106,9	102,2	203,4
2008 gen.	3,1	10,5	108,0	110,7	101,6	108,6	104,2	122,4	138,5	89,8	108,7	103,7	205,9
feb.	2,9	10,3	108,5	111,2	101,1	109,7	104,8	122,7	139,4	90,4	108,0	103,9	206,7
mar.	2,5	10,6	108,6	111,7	102,2	109,2	104,8	123,9	142,1	89,4	106,6	103,3	214,3
apr.	2,2	9,8	108,5	112,0	101,1	109,2	104,6	123,9	142,6	88,6	105,7	102,8	218,5
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat.

7.5 Commercio di beni
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea 27 (paesi 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.)														
2004	1.144,5	25,8	42,1	204,5	133,9	35,9	66,6	31,8	172,7	225,7	40,4	33,3	64,6	40,7	100,3
2005	1.238,3	29,0	45,2	203,3	153,2	43,7	70,8	34,7	185,3	244,2	43,3	34,1	73,4	46,9	108,7
2006	1.384,9	31,7	49,9	216,8	189,8	55,2	77,2	38,8	199,9	271,7	53,7	34,5	77,7	54,4	121,7
2007	1.501,3	33,8	55,3	228,8	220,1	67,1	81,9	40,9	195,2	296,2	60,2	34,3	87,2	61,3	133,5
2006 4° trim.	363,0	8,2	13,2	54,9	51,2	15,7	20,8	9,7	51,2	71,9	14,8	8,7	20,1	14,2	31,9
2007 1° trim.	367,9	8,3	13,5	56,9	52,5	15,6	20,5	10,2	49,7	72,0	14,3	8,7	21,3	14,8	32,7
2° trim.	370,6	8,4	13,9	55,8	53,8	16,7	20,0	9,9	48,7	73,3	14,9	8,8	21,4	15,4	33,2
3° trim.	381,2	8,5	14,2	58,6	56,4	17,3	20,6	10,3	49,5	75,1	15,4	8,5	22,2	15,6	33,0
4° trim.	381,6	8,5	13,7	57,5	57,4	17,5	20,8	10,5	47,3	75,9	15,7	8,2	22,2	15,6	34,6
2008 1° trim.	395,1	8,8	13,9	57,6	60,6	19,2	20,8	11,7	48,3	78,3	16,7	8,5	23,8	16,0	36,0
2007 dic.	124,5	2,8	4,5	18,9	19,0	5,8	6,8	3,5	15,1	25,4	5,3	2,8	7,5	5,0	10,1
2008 gen.	132,3	2,9	4,6	19,8	20,2	6,2	6,9	3,9	16,4	26,1	5,8	2,9	7,8	5,3	12,1
feb.	134,1	3,0	4,7	19,2	20,4	6,5	6,9	4,0	16,6	26,4	5,5	2,9	8,1	5,4	12,8
mar.	128,7	2,9	4,6	18,7	20,0	6,5	7,0	3,7	15,2	25,8	5,5	2,8	7,9	5,3	11,1
apr.	135,8	3,0	4,6	20,2	21,0	6,5	7,2	3,8	16,2	26,1	5,9	2,8	8,0	5,3	13,7
mag.	131,2	.	.	.	.	6,3	7,2	3,6	14,7	25,6	5,5	2,8	7,9	5,3	.
	percentuale delle esportazioni totali														
2007	100,0	2,2	3,7	15,2	14,7	4,5	5,5	2,7	13,0	19,7	4,0	2,3	5,8	4,1	8,9
	Importazioni (c.i.f.)														
2004	1.075,8	25,4	39,8	144,8	115,5	56,6	53,4	23,2	113,4	309,3	92,3	54,1	72,9	45,2	76,3
2005	1.227,4	26,4	42,3	153,2	127,8	76,3	58,1	25,5	120,2	363,6	118,2	53,2	96,0	53,8	84,2
2006	1.397,4	28,5	47,9	167,2	152,3	95,6	62,3	29,4	125,9	418,6	144,5	57,0	110,5	66,3	93,0
2007	1.474,6	28,1	51,6	167,8	174,5	97,4	67,1	32,2	131,1	445,4	170,1	58,5	112,6	74,6	92,3
2006 4° trim.	356,6	7,1	12,7	40,9	41,0	22,1	16,0	7,6	32,5	108,1	39,8	14,4	27,8	17,4	23,4
2007 1° trim.	359,0	7,0	12,8	40,8	41,5	22,6	16,9	7,9	33,4	110,4	42,4	14,8	26,4	18,1	21,1
2° trim.	360,2	7,0	12,8	41,6	42,5	23,8	16,5	7,9	32,2	107,6	39,9	14,3	26,9	18,3	23,3
3° trim.	375,4	7,3	12,8	42,8	44,9	23,6	17,2	8,1	33,3	114,8	44,6	14,8	28,1	18,8	23,6
4° trim.	380,0	6,8	13,2	42,5	45,7	27,4	16,5	8,3	32,2	112,6	43,2	14,5	31,2	19,4	24,3
2008 1° trim.	395,2	7,2	13,9	43,6	48,1	28,0	16,9	8,4	33,8	115,9	43,4	14,6	33,9	19,6	25,9
2007 dic.	125,9	2,2	4,4	14,0	14,9	9,2	5,4	2,8	10,5	37,6	14,1	4,8	11,5	6,4	6,9
2008 gen.	133,6	2,3	4,6	14,9	15,9	9,5	5,5	2,8	11,4	39,4	14,9	4,8	11,5	6,6	9,1
feb.	131,7	2,6	4,7	14,5	16,0	9,2	5,8	2,8	11,2	38,3	14,5	5,0	11,3	6,5	8,9
mar.	129,9	2,3	4,6	14,2	16,1	9,3	5,5	2,8	11,2	38,2	14,0	4,8	11,1	6,5	7,9
apr.	134,5	2,7	4,5	14,2	16,7	9,9	5,7	2,9	11,0	38,4	14,4	4,9	12,3	6,9	9,2
mag.	132,8	.	.	.	.	9,7	5,5	2,8	10,8	37,2	14,3	4,5	11,4	6,9	.
	percentuale delle importazioni totali														
2007	100,0	1,9	3,5	11,4	11,8	6,6	4,5	2,2	8,9	30,2	11,5	4,0	7,6	5,1	6,3
	Saldo														
2004	68,7	0,4	2,3	59,6	18,4	-20,7	13,3	8,6	59,2	-83,6	-52,0	-20,8	-8,3	-4,5	24,0
2005	10,9	2,6	2,9	50,1	25,4	-32,5	12,7	9,2	65,1	-119,4	-74,8	-19,1	-22,6	-6,9	24,4
2006	-12,5	3,2	2,0	49,7	37,6	-40,4	15,0	9,4	74,0	-146,9	-90,8	-22,4	-32,8	-11,9	28,7
2007	26,7	5,7	3,7	61,0	45,6	-30,3	14,9	8,7	64,1	-149,2	-110,0	-24,2	-25,5	-13,3	41,2
2006 4° trim.	6,3	1,1	0,6	14,0	10,3	-6,4	4,9	2,1	18,6	-36,2	-25,0	-5,6	-7,7	-3,2	8,4
2007 1° trim.	8,9	1,3	0,6	16,1	11,0	-7,0	3,6	2,3	16,3	-38,4	-28,1	-6,2	-5,1	-3,3	11,6
2° trim.	10,4	1,4	1,1	14,2	11,3	-7,0	3,5	2,0	16,6	-34,3	-25,1	-5,5	-5,5	-2,9	9,9
3° trim.	5,9	1,2	1,4	15,8	11,5	-6,3	3,4	2,2	16,1	-39,7	-29,2	-6,3	-6,0	-3,2	9,4
4° trim.	1,5	1,7	0,5	15,0	11,8	-9,9	4,3	2,2	15,1	-36,7	-27,6	-6,2	-8,9	-3,9	10,3
2008 1° trim.	-0,1	1,6	0,0	14,0	12,5	-8,8	4,0	3,3	14,5	-37,7	-26,6	-6,2	-10,1	-3,7	10,2
2007 dic.	-1,4	0,6	0,0	4,9	4,0	-3,4	1,4	0,7	4,6	-12,2	-8,8	-2,0	-3,9	-1,4	3,2
2008 gen.	-1,3	0,7	0,0	4,9	4,3	-3,3	1,4	1,1	5,0	-13,4	-9,1	-2,0	-3,7	-1,3	3,1
feb.	2,3	0,4	0,0	4,7	4,4	-2,7	1,2	1,2	5,5	-11,8	-9,0	-2,1	-3,2	-1,1	3,9
mar.	-1,1	0,6	0,0	4,5	3,9	-2,9	1,4	0,9	4,0	-12,4	-8,5	-2,0	-3,1	-1,3	3,2
apr.	1,4	0,3	0,1	6,0	4,3	-3,4	1,5	0,9	5,2	-12,3	-8,6	-2,0	-4,2	-1,6	4,5
mag.	-1,5	.	.	.	.	-3,3	1,7	0,7	3,9	-11,6	-8,9	-1,7	-3,5	-1,6	.

Fonti: Eurostat.

8 TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

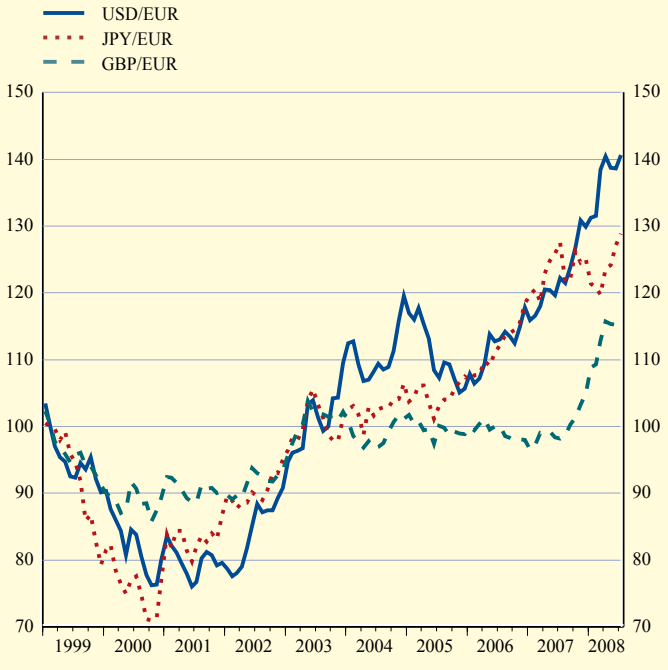
	TCE-22						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103,3	104,2	102,5	102,2	98,2	101,9	109,7	103,7
2006	103,6	104,6	103,0	102,2	98,7	101,5	110,0	103,4
2007	107,7	108,3	106,8	106,0	101,6	104,7	114,2	106,6
2007 2° trim.	107,1	107,7	106,1	105,5	101,8	104,4	113,5	106,0
3° trim.	107,6	108,2	106,8	106,0	101,3	104,6	114,1	106,4
4° trim.	110,5	111,2	109,5	108,5	104,1	107,4	117,0	109,0
2008 1° trim.	112,7	113,1	111,2	110,7	105,9	109,4	119,4	110,8
2° trim.	115,7	115,7	113,2	.	.	.	122,6	113,3
2007 lug.	107,6	108,1	106,5	-	-	-	113,9	106,2
ago.	107,1	107,7	106,4	-	-	-	113,7	106,0
set.	108,2	108,8	107,5	-	-	-	114,8	107,0
ott.	109,4	110,1	108,7	-	-	-	115,8	108,0
nov.	111,0	111,7	109,9	-	-	-	117,6	109,7
dic.	111,2	111,7	110,0	-	-	-	117,6	109,4
2008 gen.	112,0	112,3	110,4	-	-	-	118,3	109,9
feb.	111,8	111,9	110,5	-	-	-	118,2	109,5
mar.	114,6	115,0	112,8	-	-	-	121,5	112,8
apr.	116,0	116,1	113,9	-	-	-	123,1	113,8
mag.	115,5	115,6	113,2	-	-	-	122,4	113,2
giu.	115,4	115,5	112,6	-	-	-	122,4	113,1
lug.	115,8	115,8	112,8	-	-	-	122,8	113,4
	variazione percentuale sul mese precedente							
2008 lug.	0,3	0,3	0,2	-	-	-	0,4	0,3
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2008 lug.	7,6	7,2	6,0	-	-	-	7,8	6,7

F35 Tassi di cambio effettivi

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

F36 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

(medie nel periodo indicato; unità di valuta nazionale per euro)

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	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
2005	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1.198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1.272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2007 4° trim.	7,4557	9,2899	0,70782	1,4486	163,83	1,6596	1.334,12	11,2639	2,1061	1,4201	7,8778	1,6279
2008 1° trim.	7,4534	9,3996	0,75698	1,4976	157,80	1,6014	1.430,84	11,6737	2,1107	1,5022	7,9583	1,6533
2° trim.	7,4599	9,3517	0,79286	1,5622	163,35	1,6114	1.590,82	12,1845	2,1346	1,5769	7,9401	1,6559
2008 gen.	7,4505	9,4314	0,74725	1,4718	158,68	1,6203	1.387,66	11,4863	2,1062	1,4862	7,9566	1,6694
feb.	7,4540	9,3642	0,75094	1,4748	157,97	1,6080	1.392,57	11,4996	2,0808	1,4740	7,9480	1,6156
mar.	7,4561	9,4020	0,77494	1,5527	156,59	1,5720	1.523,14	12,0832	2,1489	1,5519	7,9717	1,6763
apr.	7,4603	9,3699	0,79487	1,5751	161,56	1,5964	1.555,98	12,2728	2,1493	1,5965	7,9629	1,6933
mag.	7,4609	9,3106	0,79209	1,5557	162,31	1,6247	1.613,18	12,1341	2,1259	1,5530	7,8648	1,6382
giu.	7,4586	9,3739	0,79152	1,5553	166,26	1,6139	1.604,95	12,1425	2,1278	1,5803	7,9915	1,6343
lug.	7,4599	9,4566	0,79308	1,5770	168,45	1,6193	1.604,58	12,3004	2,1438	1,5974	8,0487	1,6386
	variazione percentuale sul mese precedente											
2008 lug.	0,0	0,9	0,2	1,4	1,3	0,3	0,0	1,3	0,8	1,1	0,7	0,3
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2008 lug.	0,3	3,0	17,6	15,0	1,0	-2,3	27,4	14,7	3,1	10,8	1,4	3,7

	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2005	29,782	15,6466	0,6962	3,4528	248,05	4,0230	38,599	1,9558	3,6209	7,4008	1,6771
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	37,234	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	33,775	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865
2007 4° trim.	26,826	15,6466	0,7005	3,4528	252,86	3,6584	33,424	1,9558	3,4489	7,3281	1,7261
2008 1° trim.	25,564	15,6466	0,6973	3,4528	259,30	3,5759	33,069	1,9558	3,6887	7,2852	1,8036
2° trim.	24,830	15,6466	0,6997	3,4528	248,04	3,4070	31,403	1,9558	3,6521	7,2556	1,9717
2008 gen.	26,050	15,6466	0,6982	3,4528	256,03	3,6092	33,546	1,9558	3,6937	7,3155	1,7322
feb.	25,377	15,6466	0,6967	3,4528	262,15	3,5768	33,085	1,9558	3,6557	7,2707	1,7632
mar.	25,208	15,6466	0,6970	3,4528	259,94	3,5363	32,499	1,9558	3,7194	7,2662	1,9309
apr.	25,064	15,6466	0,6974	3,4528	253,75	3,4421	32,374	1,9558	3,6428	7,2654	2,0500
mag.	25,100	15,6466	0,6987	3,4528	247,69	3,4038	31,466	1,9558	3,6583	7,2539	1,9408
giu.	24,316	15,6466	0,7032	3,4528	242,42	3,3736	30,322	1,9558	3,6556	7,2469	1,9206
lug.	23,528	15,6466	0,7035	3,4528	231,82	3,2591	30,319	1,9558	3,5764	7,2297	1,9128
	variazione percentuale sul mese precedente										
2008 lug.	-3,2	0,0	0,0	0,0	-4,4	-3,4	0,0	0,0	-2,2	-0,2	-0,4
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2008 lug.	-17,0	0,0	0,9	0,0	-6,1	-13,5	-9,0	0,0	14,1	-0,9	8,8

	Real brasiliano [1]	Yuan renmimbi cinese	Corona islandese	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano [1]	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sud africano	Bath tailandese
	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2005	3,0360	10,1955	78,23	12.072,83	4,7119	13,5643	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068
2006	2,7333	10,0096	87,76	11.512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	12.528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2007 4° trim.	2,5863	10,7699	88,69	13.374,03	4,8613	15,7217	1,8965	62,330	35,6947	9,8088	45,097
2008 1° trim.	2,6012	10,7268	101,09	13.861,78	4,8325	16,1862	1,8960	61,211	36,3097	11,2736	46,461
2° trim.	2,5882	10,8687	119,09	14.460,45	5,0183	16,2919	2,0129	67,174	36,9108	12,1648	50,437
2008 gen.	2,6111	10,6568	94,50	13.839,19	4,8090	16,0639	1,9054	60,079	36,0300	10,3101	44,758
feb.	2,5516	10,5682	98,06	13.542,26	4,7548	15,8786	1,8513	59,845	36,1357	11,2899	46,085
mar.	2,6445	10,9833	112,08	14.241,09	4,9455	16,6678	1,9344	64,031	36,8259	12,3712	48,848
apr.	2,6602	11,0237	116,65	14.497,21	4,9819	16,5608	1,9960	65,790	37,0494	12,2729	49,752
mag.	2,5824	10,8462	117,46	14.436,99	5,0081	16,2402	2,0011	66,895	36,9042	11,8696	49,942
giu.	2,5185	10,7287	123,28	14.445,41	5,0666	16,0617	2,0424	68,903	36,7723	12,3467	51,649
lug.	2,5097	10,7809	123,61	14.442,77	5,1258	16,1119	2,0900	70,694	36,8261	12,0328	52,821
	variazione percentuale sul mese precedente										
2008 lug.	-0,3	0,5	0,3	0,0	1,2	0,3	2,3	2,6	0,1	-2,5	2,3
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2008 lug.	-2,7	3,8	48,6	16,1	8,6	8,7	19,8	13,3	5,1	25,7	26,2

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.

9 INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	IACP											
2006	7,4	2,1	1,9	4,4	6,6	3,8	4,0	1,3	6,6	4,3	1,5	2,3
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,9	1,7	2,3
2007 4° trim.	11,2	4,9	2,2	9,2	13,7	7,9	7,1	3,7	6,8	2,4	2,3	2,1
2008 1° trim.	12,4	7,6	3,2	11,3	16,3	10,8	6,9	4,5	8,0	3,4	3,1	2,4
2° trim.	14,0	6,7	3,7	11,5	17,5	12,3	6,8	4,3	8,6	4,0	3,8	3,4
2008 feb.	12,2	7,6	3,3	11,5	16,5	10,9	6,7	4,6	8,0	3,4	2,9	2,5
mar.	13,2	7,1	3,3	11,2	16,6	11,4	6,7	4,4	8,7	3,6	3,2	2,5
apr.	13,4	6,7	3,4	11,6	17,4	11,9	6,8	4,3	8,7	3,7	3,2	3,0
mag.	14,0	6,8	3,6	11,4	17,7	12,3	6,9	4,3	8,5	4,0	3,9	3,3
giu.	14,7	6,6	4,2	11,5	17,5	12,7	6,6	4,3	8,7	4,3	4,1	3,8
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2005	1,8	-3,6	5,0	1,8	-0,4	-0,5	-7,8	-4,3	-1,2	-2,8	2,2	-3,4
2006	3,0	-2,7	4,8	3,4	-0,2	-0,5	-9,2	-3,8	-2,2	-3,6	2,3	-2,6
2007	3,4	-1,6	4,4	2,8	0,0	-1,2	-5,5	-2,0	-2,5	-2,2	3,5	-2,9
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL											
2005	29,2	29,7	36,4	4,5	12,4	18,6	61,6	47,1	15,8	34,2	50,9	42,1
2006	22,7	29,4	30,4	4,2	10,7	18,2	65,6	47,6	12,4	30,4	45,9	43,1
2007	18,2	28,7	26,0	3,4	9,7	17,3	66,0	45,2	13,0	29,4	40,6	43,8
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 gen.	5,07	4,56	4,15	-	5,71	4,73	7,11	5,81	7,15	4,48	4,09	4,26
feb.	5,24	4,53	4,08	-	5,11	4,51	7,58	5,82	7,29	4,36	4,02	4,45
mar.	4,85	4,68	4,04	-	5,25	4,36	8,41	5,99	7,34	4,34	3,92	4,42
apr.	4,80	4,72	4,29	-	5,93	4,59	8,02	5,99	7,35	4,46	4,06	4,62
mag.	4,95	4,84	4,42	-	5,93	4,80	8,08	6,10	7,26	4,52	4,18	4,84
giu.	5,17	5,13	4,82	-	6,25	5,33	8,50	6,42	7,15	4,94	4,43	5,16
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo											
2008 gen.	6,55	3,96	4,73	7,03	9,01	5,69	7,78	5,64	8,43	4,32	4,52	5,66
feb.	6,65	3,94	4,61	6,62	7,52	4,90	-	5,74	9,67	4,28	4,62	5,64
mar.	6,68	4,04	4,81	6,35	6,49	4,82	8,21	6,03	10,54	4,29	4,84	5,89
apr.	6,77	4,11	5,00	6,33	5,96	5,05	8,54	6,29	11,59	4,28	4,86	5,92
mag.	6,88	4,14	5,14	6,39	5,74	5,17	8,40	6,41	10,87	4,32	4,96	5,83
giu.	7,02	4,21	5,32	6,41	6,15	5,45	8,87	6,58	11,29	4,34	5,02	5,93
	PIL a prezzi costanti											
2006	6,3	6,8	3,9	11,2	12,2	7,7	3,9	6,2	7,9	8,5	4,1	2,9
2007	6,2	6,6	1,7	7,1	10,3	8,8	1,3	6,7	6,0	10,4	2,7	3,1
2007 4° trim.	6,9	6,3	1,5	4,8	8,1	8,5	0,5	6,7	6,6	14,3	2,4	2,8
2008 1° trim.	7,0	5,3	-0,6	0,1	3,3	6,8	0,8	6,4	8,2	8,7	1,9	2,3
2° trim.	.	.	.	.	.	5,7	.	.	.	.	1,0	1,6
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL											
2006	-17,1	-2,9	2,9	-13,2	-21,3	-9,6	-5,4	-2,1	-10,5	-7,1	7,8	-3,8
2007	-20,3	-2,0	1,1	-16,6	-20,9	-11,9	-3,8	-2,7	-13,5	-4,7	8,1	-4,1
2007 3° trim.	-11,8	-4,4	2,1	-16,5	-24,5	-10,1	-2,8	-2,0	-10,8	-6,3	7,0	-5,2
4° trim.	-25,1	-2,1	1,7	-14,2	-13,2	-10,2	-2,4	-1,9	-13,5	-6,8	9,1	-2,5
2008 1° trim.	-22,7	3,8	-2,1	-11,2	-18,3	-14,0	-1,3	-3,3	-14,1	-0,5	10,4	-2,2
	Costo del lavoro per unità di prodotto											
2006	4,4	1,2	1,7	8,1	15,3	8,8	1,4	0,2	.	1,7	-0,2	2,6
2007	14,2	2,3	3,7	18,9	24,9	7,0	6,8	.	.	0,2	4,3	1,3
2007 3° trim.	16,7	2,5	4,2	20,7	-	5,9	-	-	-	0,3	3,6	2,1
4° trim.	14,5	1,1	3,5	19,1	-	7,9	-	-	-	-1,6	5,3	1,4
2008 1° trim.	16,8	5,1	6,8	19,1	-	13,1	-	-	-	5,5	1,8	2,4
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)											
2006	9,0	7,2	3,9	5,9	6,8	5,6	7,5	13,9	7,3	13,4	7,0	5,4
2007	6,9	5,3	3,8	4,7	6,0	4,3	7,4	9,6	6,4	11,1	6,1	5,3
2007 4° trim.	6,1	4,9	3,4	4,2	5,6	4,2	7,8	8,5	6,2	10,6	6,0	5,1
2008 1° trim.	6,2	4,5	3,0	4,2	6,1	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
2° trim.	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,4	7,6	7,5	.	10,5	5,3	.
2008 feb.	6,2	4,5	3,0	4,3	6,0	4,6	7,6	7,8	6,0	10,4	5,7	5,1
mar.	6,1	4,4	2,9	4,2	6,0	4,6	7,6	7,5	6,0	10,3	5,6	5,2
apr.	5,7	4,4	2,7	4,2	5,6	4,5	7,5	7,6	.	10,5	5,5	5,1
mag.	5,7	4,4	2,7	4,1	5,6	4,4	7,6	7,5	.	10,5	5,3	.
giu.	5,7	4,3	2,6	4,1	5,7	4,3	7,6	7,3	.	10,5	5,1	.

Fonti: Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Reuters ed elaborazioni della BCE.

9.2 Stati Uniti e Giappone

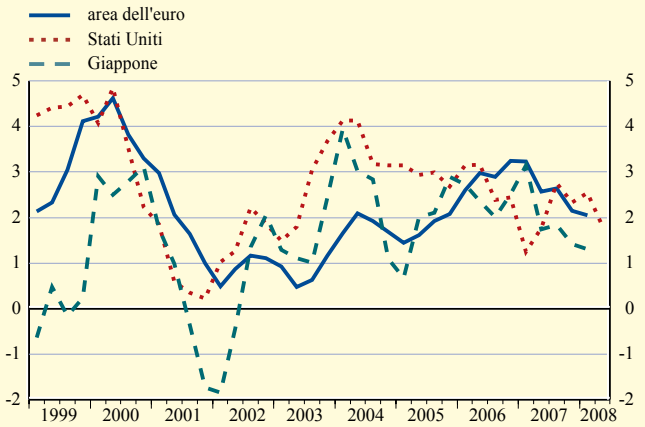
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto [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 (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										
2004	2,7	0,8	3,6	3,1	5,5	4,7	1,62	4,80	1,2439	-4,4	48,9
2005	3,4	2,1	2,9	4,2	5,1	4,4	3,56	5,05	1,2441	-3,6	49,2
2006	3,2	2,9	2,8	2,8	4,6	4,8	5,19	5,26	1,2556	-2,6	48,6
2007	2,9	3,2	2,0	1,8	4,6	5,9	5,30	4,81	1,3705	-3,0	49,2
2007 2° trim.	2,7	4,3	1,8	1,8	4,5	6,1	5,36	5,78	1,3481	-2,7	48,3
3° trim.	2,4	2,8	2,8	2,2	4,7	6,3	5,45	5,34	1,3738	-3,1	48,7
4° trim.	4,0	1,4	2,3	2,5	4,8	5,8	5,02	4,81	1,4486	-3,3	49,2
2008 1° trim.	4,1	0,7	2,5	2,0	4,9	6,5	3,26	4,24	1,4976	.	.
2° trim.	4,4	.	1,8	-0,1	5,3	6,3	2,75	4,81	1,5622	.	.
2008 mar.	4,0	-	-	1,4	5,1	7,0	2,78	4,24	1,5527	-	-
apr.	3,9	-	-	0,1	5,0	6,5	2,79	4,59	1,5751	-	-
mag.	4,2	-	-	-0,1	5,5	6,4	2,69	4,82	1,5557	-	-
giu.	5,0	-	-	-0,4	5,5	6,1	2,77	4,81	1,5553	-	-
lug.	.	-	-	.	5,7	.	2,79	4,80	1,5770	-	-
	Giappone										
2004	0,0	-3,2	2,7	4,8	4,7	.	0,05	1,53	134,44	-6,2	156,8
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,66	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,4	4,5	4,1	1,0	0,30	1,85	146,02	-1,4	159,5
2007	0,1	-1,7	2,0	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	.	.
2007 2° trim.	-0,1	-1,4	1,7	2,3	3,8	1,5	0,69	2,11	162,89	.	.
3° trim.	-0,1	-1,5	1,8	2,6	3,8	1,9	0,89	1,88	161,90	.	.
4° trim.	0,5	-2,0	1,4	3,4	3,8	2,0	0,96	1,70	163,83	.	.
2008 1° trim.	1,0	.	1,3	2,3	3,9	2,2	0,92	1,48	157,80	.	.
2° trim.	1,4	.	.	1,0	4,0	2,1	0,92	1,88	163,35	.	.
2008 mar.	1,2	.	-	-0,6	3,8	2,2	0,97	1,48	156,59	-	-
apr.	0,8	.	-	1,9	4,0	1,9	0,92	1,76	161,56	-	-
mag.	1,3	.	-	1,1	4,0	2,0	0,92	2,00	162,31	-	-
giu.	2,0	.	-	0,2	4,1	2,3	0,92	1,88	166,26	-	-
lug.	.	.	-	.	.	.	0,92	1,77	168,45	-	-

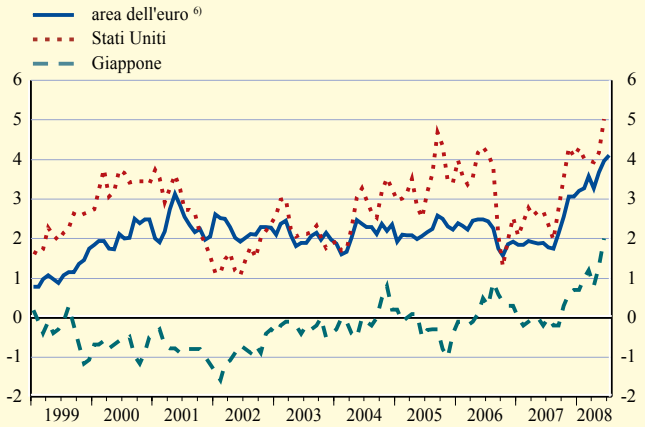
F37 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F38 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi cfr. la sezione 4.6.
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi totali per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F9	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*intermediari finanziari*)	S17
F10	Depositi totali per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F11	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (*società non finanziarie e famiglie*)	S18
F12	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F13	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F14	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S59
F29	Debito (definizione di Maastricht)	S59
F30	Saldi di conto corrente	S60
F31	Conto dei beni	S60
F32	Conto dei servizi	S61
F33	Investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S69
F35	Tassi di cambio effettivi	S72
F36	Tassi di cambio bilaterali	S72
F37	PIL a prezzi costanti	S75
F38	Indici dei prezzi al consumo	S75

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA 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:

$$\text{(a)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{2} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (cfr. parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t, il tasso medio di crescita è calcolato come:

$$\text{(b)} \qquad \left(\frac{0{,}5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0{,}5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLE TAVOLE 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:

$$\text{(c)} \qquad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Analogamente, le transazioni trimestrali F_t^Q per il trimestre che termina nel mese t sono definite come:

$$\text{(d)} \qquad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

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:

$$\text{(e)} \qquad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

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:

$$\text{(f)} \qquad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + F_{t-i}^M \Big/ L_{t-1-i} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{(g)} \qquad a_t = \left(I_t \Big/ I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

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 2006.

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:

$$\text{(h)}\quad a_t^M = \left(I_t \Big/ I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

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 punti (f) o (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:

$$\text{(i)}\quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t, cioè a_t, può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO [1)]

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA[2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed é effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette [3)]. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

RELATIVE ALLE SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella tavola 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per ciò che attiene alle transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Analogamente 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 tavole 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 statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

2) Per 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 Version 0.2.2*, (December 1998), 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 (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo lordo 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 lordo e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale (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 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 solo 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 i 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 tali saldi calcolati a partire rispettivamente dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchhezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta. Tale saldo attualmente esclude 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 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 nella passività.

RELATIVE ALLE 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) $$I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t}{L_{t-1}}\right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita 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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{11}\left(1+{N_{t-i}^{M}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\times 100$$

(l) $$a_t = \left({I_t}/{I_{t-12}}-1\right)\times 100$$

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 è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le "emissioni nette" e le equivalenti "transazioni" utilizzate per gli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

(m) $$\left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i}+0{,}5I_{t-3}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{2}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-15}}-1\right)\times 100$$

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) $$\left(\frac{0{,}5I_t+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i}+0{,}5I_{t-12}}{0{,}5I_{t-12}+\sum_{i=1}^{11}I_{t-i-12}+0{,}5I_{t-24}}-1\right)\times 100$$

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 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, 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 dai 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.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e M), il tasso di crescita 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) $$a_t = \left[\prod_{i=0}^{5}\left(1+{N_{t-i}^{M}}/{L_{t-1-i}}\right)-1\right]\times 100$$

(p) $$a_t = \left({I_t}/{I_{t-6}}-1\right)\times 100$$

RELATIVE ALLA 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 alla pag. S72). 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 indu-

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 statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.

striali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene 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.

RELATIVE ALLA 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 alla pag. S72). 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. I dati sui crediti del conto dei beni sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate 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.

RELATIVE ALLA 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) $$a_t = \left(\prod_{i=t-3}^{t} \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo quadrimestre 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*). Sul sito è possibile avere facilmente accesso ai dati mediante il *Data Warehouse* statistico 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 mese del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 agosto 2008.

Tutti i dati relativi al 2008 si riferiscono agli Euro 15 (ovvero all'area dell'euro, inclusi Cipro e Malta) per tutte le serie, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie e l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole. In tali casi, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, 2007 e 2008, calcolate rispettivamente su basi nel 2000, 2006 e 2007, utilizzano serie che tengono conto dell'impatto dovuto all'ingresso, nell'ordine, della Grecia, della Slovenia e di Cipro e Malta nell'area dell'euro. Dati storici relativi all'area dell'euro anteriori all'ingresso di Cipro e Malta sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo: http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html.

Le serie statistiche che fanno riferimento alla composizione evolutiva dell'area dell'euro si basano sulla quella che era la composizione dell'area nel periodo al quale le stesse si riferiscono. Pertanto, i dati antecedenti il 2001 si riferiscono agli Euro 11, ovvero, ai seguenti 11 stati membri dell'UE: Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. I dati dal 2001 al 2006, si riferiscono agli Euro 12, ovvero gli Euro 11 più la Grecia. I dati del 2007 si riferiscono agli Euro 13, ovvero gli Euro 12 più la Slovenia, mentre i dati a partire dal 2008 si riferiscono agli Euro 15, ovvero gli Euro 13 più Cipro e Malta.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 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, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (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, rivalutazioni 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. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

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 (BCN) partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, 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 deposi-

ti *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 (IFM), 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). Un elenco completo delle IFM viene pubblicato sul sito Internet della BCE.

La sezione 2.2 presenta il bilancio consolidato del settore delle IFM che è ottenuto nettando il bilancio aggregato dalle posizioni fra IFM dell'area dell'euro. In conseguenza di alcune disomogeneità nelle prassi di registrazione contabile la somma delle posizioni fra IFM può non risultare necessariamente pari a zero; il saldo si trova nella colonna 10 dal lato delle passività della sezione 2.2. La sezione 2.3 presenta gli aggregati monetari e le contropartite dell'area dell'euro. Questi dati sono derivati dal bilancio consolidato delle IFM e includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) 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 (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 transazioni corrette 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 tavole 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 pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *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 concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie [1] (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 [2].

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.

1) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.
2) G.U. L. 250 del 2.10.2003, pag. 19.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni non a fini di lucro a 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 (SEC 95).

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi, che dà conto di come l'attività produttiva si trasforma 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 ciascun 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 e 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 cosiddetti 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 transazione 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 esserre pre i bilanci finanziari e per le società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli per le quali i dati si riferiscono agli Euro 13 (ovvero, gli Euro 15 più Cipro e Malta) 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 i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che 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). 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. 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. Si stima che tali 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 denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. 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 e 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 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 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 vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. 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 d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999, la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. 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 [3]. Sono disponibili anche gli *spreads* 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, presso il quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

La sezione 4.8 riporta gli indici dei mercati azionari dell'area dell'euro, degli Stati Uniti e del Giappone.

I PREZZI, LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2 sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998 riguardante le statistiche a breve termine [4]. 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, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 [5]. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro [6] e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 [7]. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

3) Svensson, L. E., 1994, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.
4) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.
5) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.
6) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.
7) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

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 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria 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. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (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 (ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli), al netto delle riparazioni. 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 (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali 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 nella sezione 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, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 [8], 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. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95. 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

8) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

non finanziari delle Amministrazioni pubbliche [9]. 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. 1222/2004 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) [10], con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3) [11]. 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 rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *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) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task force,* 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 un segno positivo nel conto finanziario 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 indicati con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 8 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE esterni all'euro e aree o paesi esterni 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 investimen-

9) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.
10) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.
11) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

ti di portafoglio, ai derivati finanziari e 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 e alla Russia. Una 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 del Bollettino mensile.

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 considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile, il riquadro 5 del Bollettino mensile di gennaio 2007 e il riquadro 6 del numero di 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 varazione 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 dei 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.

Inoltre, il totale delle attività e delle passività include le consistenze degli strumenti finanziari derivati; per convenzione, il valore netto degli strumenti finanziari derivati è incluso nell'attivo totale delle transazioni, dal momento che nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro non è possibile distinguere attività e passività.

Nella tavole 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 sezione 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 dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema* (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale le transazioni di b.d.p. riflettono le transazioni nella contropartita estera di M3. Tra le passività degli investimenti di portafoglio (colonne 5 e

6), le transazioni includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica 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 del Bollettino mensile.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. Gli indici di valore unitario non sono sottoposti a correzione, mentre 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). 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 2 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 da 7.1 a 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-22 è composto dai 12 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-42 comprende quelli del TCE-22 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Islanda, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, 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 8 *I tassi di cambio effettivi dell'euro dopo il recente allargamento dell'area dell'euro e dell'UE*, nel numero di marzo 2007 di questo Bollettino, 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 della UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA [1)]

12 GENNAIO E 2 FEBBRAIO 2006

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 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

2 MARZO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. 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 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

6 APRILE E 4 MAGGIO 2006

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 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 GIUGNO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. 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 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 15 giugno 2006.

6 LUGLIO 2006

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 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

3 AGOSTO 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 agosto 2006. 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 4,0 e al 2,0 per cento, a decorrere dal 9 agosto 2006.

31 AGOSTO 2006

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 3,0, al 4,0 e al 2,0 per cento, rispettivamente.

5 OTTOBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'11 ottobre 2006. 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 4,25 e al 2,25 per cento, a decorrere dall'11 ottobre 2006.

2 NOVEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di ri-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2005 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto Annuale della BCE.

finanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

7 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 dicembre 2006. 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 4,50 e al 2,50 per cento, a decorrere dal 13 dicembre 2006.

21 DICEMBRE 2006

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare, da 40 a 50 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2007. Tale incremento tiene conto dei seguenti aspetti: le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro sono cresciute marcatamente negli ultimi anni e ci si attende che aumentino ulteriormente nel 2007. L'Eurosistema, pertanto, ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2008.

11 GENNAIO E 8 FEBBRAIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,50, al 4,50 e al 2,50 per cento, rispettivamente.

8 MARZO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 14 marzo 2007. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 4,75 e al 2,75 per cento, a decorrere dal 14 marzo 2007.

12 APRILE E 10 MAGGIO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,75, al 4,75 e al 2,75 per cento, rispettivamente.

6 GIUGNO 2007

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 13 giugno 2007. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,0 e al 3,0 per cento, a decorrere dal 13 giugno 2007.

5 LUGLIO, 2 AGOSTO, 6 SETTEMBRE, 4 OTTOBRE, 8 NOVEMBRE, 6 DICEMBRE 2007, 10 GENNAIO, 7 FEBBRAIO, 6 MARZO, 10 APRILE, 8 MAGGIO E 5 GIUGNO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 4,0, al 5,0 e al 3,0 per cento, rispettivamente.

3 LUGLIO 2008

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 4,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2008. In aggiunta, decide di aumentare di 25 punti base sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente al 5,25 e al 3,25 per cento, a decorrere dal 9 luglio 2007.

7 AGOSTO 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.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL 2007

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2007. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra maggio e luglio 2008. 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 2006, aprile 2007.
Rapporto annuale 2007, aprile 2008.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza maggio 2007.
Rapporto sulla convergenza maggio 2008.

EDIZIONE SPECIALE DEL BOLLETTINO MENSILE

10° Anniversario della BCE, maggio 2008.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

L'ampliamento dell'economia dell'UE e dell'area dell'euro, gennaio 2007.
Evoluzione delle caratteristiche strutturali nei mercati del lavoro nell'area dell'euro nell'ultimo decennio, gennaio 2007.
L'espansione economica cinese nella giusta prospettiva, gennaio 2007.
Sfide per la sostenibilità dei conti pubblici nell'area dell'euro, febbraio 2007.
Gli accordi dell'UE per la gestione delle crisi finanziarie, febbraio 2007.
Le rimesse degli emigrati verso le regioni confinanti con l'UE, febbraio 2007.
La comunicazione della politica monetaria ai mercati finanziari, aprile 2007.
Origini e implicazioni dei differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro, aprile 2007.
Il raccordo disavanzo-debito delle amministrazioni pubbliche, aprile 2007.
Inflazione misurata e percepita nell'area dell'euro, maggio 2007.
Concorrenza e performance *economica del settore dei servizi nell'area dell'euro*, maggio 2007.
Determinanti della crescita negli Stati membri dell'UE in Europa centrale e orientale, maggio 2007.
Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro, maggio 2007.
L'interpretazione degli andamenti monetari dalla metà del 2004, luglio 2007.
Caratteristiche strutturali salienti, andamenti economici e reimpiego dei proventi petroliferi nei paesi esportatori di petrolio, luglio 2007.
La correzione degli squilibri mondiali in un contesto di crescente integrazione finanziaria internazionale, agosto 2007.
Il finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro, agosto 2007.
I leveraged buyout *e la stabilità finanziaria*, agosto 2007.
Andamenti a lungo termine dei prestiti delle IFM alle famiglie nell'area dell'euro: principali profili e determinanti, ottobre 2007.

Il sistema delle garanzie del Federal Reserve System, della Banca del Giappone e dell'Eurosistema, ottobre 2007.
La circolazione e l'offerta di banconote in euro. I lavori preparatori per la seconda serie di banconote, ottobre 2007.
Cambiamenti strutturali e concentrazione del mercato azionario: implicazioni per l'efficienza del sistema finanziario e per la politica monetaria, novembre 2007.
L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro, novembre 2007.
Andamento della produttività e politica monetaria, gennaio 2008.
Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro, gennaio 2008.
L'esperienza dell'Eurosistema riguardo alle previsioni dei fattori autonomi e delle riserve in eccesso, gennaio 2008.
L'analisi del mercato monetario in euro in una prospettiva di politica monetaria, febbraio 2008.
La cartolarizzazione nell'area dell'euro, febbraio 2008.
Le nuove curve dei rendimenti dell'area dell'euro, febbraio 2008.
Attività di investimento delle imprese dell'area dell'euro e ruolo della loro situazione finanziaria, aprile 2008.
Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro, aprile 2008.
Sviluppi degli accordi comunitari in materia di stabilità finanziaria, aprile 2008.
Stabilità dei prezzi e crescita economica, maggio 2008.
Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità sui mercati finanziari, maggio 2008.
Una sola politica monetaria e numerose politiche di bilancio: come assicurare il regolare funzionamento dell'UEM, luglio 2008.
Interscambio di servizi dell'area dell'euro: alcuni importanti fatti stilizzati, luglio 2008.
L'assistenza tecnica dell'Eurosistema alle regioni limitrofe all'UE, luglio 2008.
La dimensione esterna dell'analisi monetaria, agosto 2008.
Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agosto 2008.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

4 *Privileges and immunities of the European Central Bank*, di G. Gruber e M. Benisch, giugno 2007.
5 *Legal and institutional aspects of the currency changeover following the restoration of the independence of the Baltic States*, di K. Drçviňa, K. Laurinavičius e A. Tupits, luglio 2007.
6 *The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law*, giugno 2008.
7 *Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects*, di P. Athanassiou e N. Max-Guix, luglio 2008.

OCCASIONAL PAPER SERIES

55 *Globalisation and euro area trade – Interactions and challenger*, di U. Baumann e F. Di Mauro, marzo 2007.
56 *Assessing fiscal soundness: theory and practice*, di N. Giammarioli, C. Nickel, P. C. Rother e J. P. Vidal, marzo 2007.

57 *Understanding price developments and consumer price indices in south-eastern Europe*, di S. Herrmann e E. Katalin Polgar, marzo 2007.
58 *Long-term growth prospects for the Russian economy*, di R. Beck, A. Kamps e E. Mileva, marzo 2007.
59 *The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, di C. Bowles, R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen, aprile 2007.
60 *Commodity price fluctuations and their impact on monetary and fiscal policies in Western and Central Africa*, di U. Böwer, A. Geis e A. Winkler, aprile 2007.
61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach*, di O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini e T. Zumer, aprile 2007.
62 *Inflation-linked bonds from a Central Bank perspective*, di J. A. Garcia e A. van Rixtel, giugno 2007.
63 *Corporate finance in the euro area – including background material*, a cura della *Task Force* del Monetary Policy Committee del SEBC, giugno 2007.
64 *The use of portfolio credit risk models in central banks*, prodotto dalla *Task force* del Comitato per le operazioni di mercato del SEBC, luglio 2007.
65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations*, di F. Coppens, F. González e G. Winkler, luglio 2007.
66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature*, di N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert e G. Vitale, luglio 2007.
67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers*, di J. M. Israël e C. Sánchez Muñoz, luglio 2007.
68 *The securities custody industry*, di D. Chan, F. Fontan, S. Rosati e D. Russo, agosto 2007.
69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy*, di M. Sturm e F. Gurtner, agosto 2007.
70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF*, di M. Skala, C. Thimann e R. Wölfinger, agosto 2007.
71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area*, di H. Schmiedel, agosto 2007.
72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*, di P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou, M. Lo Duca e L. Søndergaard, settembre 2007.
73 *Reserve accumulation: objective or by-product?*, di J. O. de Beaufort Wijnholds e L. Søndergaard, settembre 2007.
74 *Analysis of revisions to general economic statistics*, di H. C. Dieden e A. Kanutin, settembre 2007.
75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area*, a cura di P. Moutot e con il coordinamento di D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, ottobre 2007.
76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement*, di D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou e S. Rosati, dicembre 2007.
77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing*, di E. Mileva e N. Siegfried, dicembre 2007.
78 *A framework for assessing global imbalances*, di T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora e R. Straub, gennaio 2008.
79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues*, di P. Moutot, A. Jung e F. P. Mongelli, gennaio 2008.
80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium*, di M. Bussière e A. Mehl, gennaio 2008.

81 *Measuring financial integration in new EU Member States*, di M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis e S. Manganelli, marzo 2008.
82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation*, di L. Cappiello e G. Ferrucci, marzo 2008.
83 *The predictability of monetary policy*, di T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch e J. Turunen, marzo 2008.
84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise*, di G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk e C. Van Nieuwenhuyze, maggio 2008.
85 *Benchmarking the Lisbon strategy*, di D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca e W. Coussens, maggio 2008.
86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach*, di M. M. Borys, É. K. Polgár e A. Zlate, giugno 2008.
87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges*, a cura di una *Task Force* del Comitato per la Politica Monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali, giugno 2008.
88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia*, di S. Herrmann e A. Winkler, giugno 2008.
89 *An analysis of youth unemployment in the euro area*, di R. Gomez-Salvador e N. Leiner-Killinger, giugno 2008.
90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts*, di M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi e N. Vidalis, luglio 2008.
91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*, di R. Beck e M. Fidora, luglio 2008.
92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy*, di M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf e D. Peschel, luglio 2008.

RESEARCH BULLETIN

Research Bulletin n. 6, giugno 2007.
Research Bulletin n. 7, giugno 2008.

WORKING PAPER SERIES

893 *Sticky wages: evidence from quarterly microeconomic data*, di T. Heckel, H. Le Bihan e M. Montornès, maggio 2008.
894 *The role of country-specific trade and survey data in forecasting euro area manufacturing production: perspective from large-panel factor models*, di M. Darracq Pariès e L. Maurin, maggio 2008.
895 *On the empirical evidence of the intertemporal current account model for the euro area countries*, di M. Ca'Zorzi e M. Rubaszek, maggio 2008.
896 *The Maastricht convergence criteria and optimal monetary policy for the EMU accession countries*, di A. Lipińska, maggio 2008.
897 *DSGE modelling when agents are imperfectly informed*, di P. De Grauwe, maggio 2008.
898 *Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence*, di A. S. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan e D.-J. Jansen, maggio 2008.
899 *Robust monetary rules under unstructured and structured model uncertainty*, di P. Levine e J. Pearlman, maggio 2008.

900 *Forecasting inflation and tracking monetary policy in the euro area: does national information help?*, di R. Cristadoro, F. Venditti e G. Saporito, maggio 2008.
901 *The usefulness of infra-annual government cash budgetary data for fiscal forecasting in the euro area*, di L. Onorante, D. J. Pedregal, J. J. Pérez e S. Signorini, maggio 2008.
902 *Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs*, di G. Coenen, M. Mohr and R. Straub, maggio 2008.
903 *A robust criterion for determining the number of static factors in approximatefactor models*, di L. Alessi, M. Barigozzi e M. Capasso, maggio 2008.
904 *Does money matter in the IS curve? The case of the United Kingdom*, di B. E. Jones e L. Stracca, giugno 2008.
905 *A persistence-weighted measure of core inflation in the euro area*, di L. Bilke e L. Stracca, giugno 2008.
906 *The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition*, di L. Cappiello, A. Kadareja e S. Manganelli, giugno 2008.
907 *Globalisation and the euro area: simulation-based analysis using the New Area-Wide Model*, di P. Jacquinot e R. Straub, giugno 2008.
908 *Three-step analysis of public finances sustainability: the case of the European Union*, di A. Afonso e C. Rault, giugno 2008.
909 *Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis*, di C. Ewerhart e J. Tapking, giugno 2008.
910 *How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches*, di M. Scheicher, giugno 2008.
911 *Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach*, di T. Bracke e M. Fidora, giugno 2008.
912 *Labour cost and employment across euro area countries and sectors*, di B. Pierluigi e M. Roma, giugno 2008.
913 *Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach*, di L. Cappiello, M. Lo Duca e A. Maddaloni, giugno 2008.
914 *Evolution and sources of manufacturing productivity growth: evidence from a panel of European countries*, di S. Giannangeli e R. Gómez-Salvador, giugno 2008.
915 *Medium-run redux: technical change, factor shares and frictions in the euro area*, di P. McAdam e A. Willman, giugno 2008.
916 *Optimal reserve composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies*, di R. Beck e E. Rahbari, luglio 2008.
917 *Modelling and forecasting the yield curve under model uncertainty*, di P. Donati e F. Donati, luglio 2008.
918 *Imports and profitability in the euro area manufacturing sector: the role of emerging market economies*, di T. Peltonen, M. Skala, A. Santos Rivera e G. Pula, luglio 2008.
919 *Fiscal policy in real time*, di J. Cimadomo, luglio 2008.
920 *An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports*, di A. Berthou, luglio 2008.
921 *Foreign direct investment and environmental taxes*, di R. A. De Santis e F. Stähler, luglio 2008.
922 *A review of nonfundamentalness and identification in structural VAR models*, di L. Alessi, M. Barigozzi e M. Capasso, luglio 2008.

ALTRE PUBBLICAZIONI

Government finance statistics guide, gennaio 2007.
Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, gennaio 2007.

Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament, gennaio 2007.
Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report, febbraio 2007.
List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves, febbraio 2007 (disponibile solo online).
Financial statistics for a global economy - Proceedings of the 3rd ECB Conference on statistics, febbraio 2007.
Euro Money Market Study 2006, febbraio 2007 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament, febbraio 2007.
Monetary financial institutions and markets statistics sector manual, marzo 2007.
Financial Integration in Europe, marzo 2007.
TARGET2-Securities – The blueprint, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Technical feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Operational feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Legal feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities – Economic feasibility, marzo 2007 (disponibile solo online).
Risk measurement and systemic risk. Fourth Joint Central Bank Research Conference, *8-9 November 2005. In cooperation with the Committee on the Global Financial System*, aprile 2007.
How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins, aprile 2007.
Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU, aprile 2007.
TARGET Annual Report 2006, maggio 2007 (disponibile solo online).
European Union balance of payments: international investment position statistical methods, maggio 2007.
Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables, maggio 2007 (disponibile solo online).
The euro bonds and derivatives markets, giugno 2007 (disponibile solo online).
Review of the international role of the euro, giugno 2007.
Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications, giugno 2007.
Financial Stability Review, giugno 2007.
Monetary policy: A journey from theory to practice, giugno 2007.
The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro denominated payment transactions, luglio 2007 (disponibile solo online).
5th SEPA progress report, luglio 2007 (disponibile solo online).
Potential impact of solvency II on financial stability", luglio 2007.
The role of central counterparties, issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, luglio 2007.
European legislation on financial markets, Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions, luglio 2007.
Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book). Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, agosto 2007.
EU banking structures, ottobre 2007 (disponibile solo online).
TARGET2-Securities progress report, ottobre 2007 (disponibile solo online).
Fifth progress report on TARGET2 e relativi allegati; All.1: *Information guide for TARGET2 users (version 1.0)*, All. 2: *User information guide to TARGET2 pricing* e All. 3: *TARGET2 compensation scheme, claim form*, ottobre 2007 (disponibile solo online).
EU banking sector stability, novembre 2007 (disponibile solo online).
Euro money market survey, novembre 2007 (disponibile solo online).

Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution, novembre 2007 (disponibile solo online).
Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparts, dicembre 2007.
Financial Stability Review, dicembre 2007.
Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, gennaio 2008 (disponibile solo online).
Oversight framework for card payment schemes – standards, gennaio 2008 (disponibile solo online).
The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, febbraio 2008.
Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, marzo 2008 (disponibile solo online).
ECB statistics quality framework (SQF), aprile 2008 (disponibile solo online).
Quality assurance procedures within the ECB statistical function, aprile 2008 (disponibile solo online).
ECB statistics – an overview, aprile 2008 (disponibile solo online).
TARGET Annual Report 2007, aprile 2008 (disponibile solo online).
Financial integration in Europe, aprile 2008.
Financial Stability Review, giugno 2008.
Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, giugno 2008.
The international role of the euro, luglio 2008 (disponibile solo online).
Payment systems and market infrastructure oversight report, luglio 2008 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).
Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, luglio 2008 (disponibile solo online).
Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments, luglio 2008.
CCBM2 User Requirements 4.1, luglio 2008 (disponibile solo online).

OPUSCOLI INFORMATIVI

A single currency: an integrated market infrastructure, settembre 2007.
The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, seconda edizione, maggio 2008.
La stabilità dei prezzi: perchè è importante per te, giugno 2008

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti e altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato che istituisce la Comunità europea.

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e in cui le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

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.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva fra residenti e non residenti.

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 a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppia di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali non comprende i prestiti concessi da società dei settori non finanziari (per esempio, i prestiti intersocietari) e/o da banche esterne all'area dell'euro, componenti invece incluse nei più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso una BCN, remunerati a un tasso di interesse prestabilito.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario overnight in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito overnight non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle Amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manufatturiero 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 inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi BCE.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e notes, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM BCE.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere da una BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito overnight a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (p.p.p.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise eliminando le differenze dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche BCE.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: 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.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su un periodo di mantenimento di circa un mese.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore

al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-22 (comprendente i 12 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-22 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (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 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.